

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ЧЕРНІВЕЦЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ЮРІЯ ФЕДЬКОВИЧА

На правах рукопису

СЕМЕНЮК ВІТАЛІЙ ОЛЕКСАНДРОВИЧ

УДК 658.16:[334.78:621.311.1]

**ФІНАНСОВА РЕСТРУКТУРИЗАЦІЯ ЕНЕРГОПОСТАЧАЛЬНИХ
КОРПОРАЦІЙ УКРАЇНИ ЯК СПОСІБ ПІДВИЩЕННЯ
ЇХ ЕФЕКТИВНОСТІ**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

ДИСЕРТАЦІЯ

на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник:

Нікіфоров Петро Опанасович

доктор економічних наук, професор

ЧЕРНІВЦІ – 2017

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ.....	3
ВСТУП.....	5
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ФІНАНСОВОЇ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ У ЗАБЕЗПЕЧЕННІ ЕФЕКТИВНОСТІ КОРПОРАЦІЙ	14
1.1 Поняття та критерії ефективності діяльності корпорацій: еволюція поглядів та сучасний зміст.....	14
1.2 Фінансова реструктуризація як спосіб трансформації фінансової структури корпорацій.....	34
1.3 Методичне обґрунтування взаємозв'язку фінансової реструктуризації та показників ефективності корпорацій.....	55
Висновки до розділу 1.....	75
РОЗДІЛ 2. ОЦІНКА ФІНАНСОВОЇ СТРУКТУРИ ТА ЕФЕКТИВНОСТІ ЕНЕРГОПОСТАЧАЛЬНИХ КОРПОРАЦІЙ УКРАЇНИ ЯК ПЕРЕДУМОВА ЇХ ФІНАНСОВОЇ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ.....	78
2.1 Тенденції розвитку фінансової структури енергопостачальних корпорацій України	78
2.2 Витрати на капітал як інтегральний показник ефективності формування фінансової структури енергопостачальних корпорацій України.....	100
2.3 Аналіз показників ефективності енергопостачальних корпорацій України та їх зв'язок із фінансовою структурою.....	121
Висновки до розділу 2.....	141
РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ЕНЕРГОПОСТАЧАЛЬНИХ КОРПОРАЦІЙ УКРАЇНИ ЗА ДОПОМОГОЮ ФІНАНСОВОЇ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ.....	144
3.1 Імплементация управлінського підходу до фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України.....	144
3.2 Фінансова реструктуризація енергопостачальних корпорацій України на основі оптимізації структури капіталу.....	158
3.3 Прагматика застосування інноваційних методів фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України.....	178
Висновки до розділу 3.....	195
ВИСНОВКИ.....	198
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	202
ДОДАТКИ.....	221

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

ЕКУ – енергопостачальні корпорації України

ОРЕ – об'єднаний ринок електроенергії

ЦФВ – центр фінансової відповідальності

A – assets, активи

BE – balance value of equity, балансова вартість власного капіталу

BPS – balance price of shares, балансова ціна акцій

C – costs, витрати

CA – current assets, оборотні активи

CAPM – Capital Assets Pricing Model, Модель оцінки капітальних активів

CDS – credit default spread, спред дефолту по корпоративним облігаціям

CF – cash flow, грошовий потік

CL – current liabilities, поточні зобов'язання

CSV – created shareholder value, створена акціонерна вартість

D – debt, позиковий капітал

Div – dividends, дивіденди

DPCR – debt payments coverage ratio, коефіцієнт покриття боргових виплат

DPS – dividend per share, дивіденд на акцію

E – equity, власний капітал

EBT – earnings before taxes, прибуток до оподаткування

EBIT – earning before interest and taxes, прибуток до сплати відсотків і податків

EBO – Edwards-Bell-Ohlson, модель Едвардса-Белла-Ольсона

EPS – earnings per share, прибуток на акцію

ERP – equity risk premium, премія за ризик акцій

EVA – economic value added, економічна додана вартість

FA – fixed assets, необоротні активи

GP – gross profit, вадовий прибуток

I – interest, відсотки (фінансові витрати)

IC – invested capital, інвестований капітал

ICR – interest coverage ratio, коефіцієнт відсоткового покриття

NWC – net working capital, чистий робочий капітал

NI – net income, чистий прибуток

NOPAT – net operating profit after taxes, чистий операційний прибуток після оподаткування

NSO – number of shares outstanding, кількість акцій в обігу

MVA – market value added, додана ринкова вартість

MVE – market value of equity, ринкова вартість власного капіталу

MVIC – market value of invested capital, ринкова вартість інвестованого капіталу

OP – operating profit, операційний прибуток

S – sales, обсяг реалізованої продукції

SVA – shareholder value added, додана акціонерна вартість

Rd – costs rate of debt, ставка витрат на позиковий капітал

Re – costs rate of equity, ставка витрат на власний капітал

Rf – riskfree rate, без ризикова відсоткова ставка

ROA – return on assets, рентабельність активів

ROE – return on equity, рентабельність власного капіталу

ROIC – return on invested capital, рентабельність інвестованого капіталу

RONA – return on net assets, рентабельність чистих активів

ROS – return on sales, рентабельність реалізації продукції

RP – risk premium, премія за ризик

T – tax rate, ставка податку на прибуток

TA – turnover assets, оборотність активів

TSR – total shareholder return, сукупна акціонерна дохідність

V – firm value, вартість компанії

VBM – value-based management, вартісно-орієнтований менеджмент

W – shareholder wealth, добробут (багатство) акціонерів

We, Wd – weight of equity/debt, питома вага власного/позикового капіталу

WACC – weight average cost of capital, середньозважена ставка витрат на капітал

ВСТУП

Актуальність теми. Фундаментальним постулатом сучасної фінансової науки є той факт, що корпоративні фінанси – основа фінансової системи будь-якої країни. Вони виступають в якості джерела ресурсів для публічних фінансів і фінансів домогосподарств. Невід’ємною детермінантою реального корпоративного сектору економіки України є енергопостачальні корпорації. Їх роль полягає у забезпеченні стабільного та безперебійного постачання електроенергії усім групам споживачів. Від ефективності діяльності та стану фінансів енергопостачальних корпорацій України залежить як рівень добробуту стейкхолдерів, які вступають з ними у економічні відносини, так і ситуація в економіці країни.

У той же час, у процесі здійснення господарської діяльності енергопостачальні корпорації вирішують безліч проблем, які впливають на зниження ефективності їх функціонування. Частина цих проблем лежить у площині фінансів енергопостачальних корпорацій (зростання рівня дебіторської та кредиторської заборгованості, зменшення прибутковості окремих корпорацій, зростання витрат на капітал, зменшення платоспроможності та фінансової стійкості, низький рівень якості фінансового управління), інша ж – у сфері операційної ефективності енергопостачальних корпорацій (значне зношування ліній електропередач та трансформаторних підстанцій, суттєві технологічні втрати електроенергії у мережах під час її постачання споживачам та ін.).

Дієвим способом подолання зазначених проблем виступає фінансова реструктуризація, яка (при умові реалізації на системній основі) дає змогу суттєво підвищити ефективність діяльності корпорацій. З урахуванням зазначеного, можна стверджувати, що проблеми фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України (ЕКУ) зумовлюють необхідність проведення комплексного наукового дослідження. Пріоритетна увага в цьому

напрямку потребує розроблення інноваційних інструментів й технологій прийняття фінансових та інвестиційних рішень, застосування яких дасть можливість підвищити ефективність діяльності ЕКУ.

Фундаментальні основи сучасних корпоративних фінансів висвітлені у працях таких зарубіжних науковців та фінансистів-практиків, як М. Берзон, Ю. Брікхем, Дж. Ван Хорн, М. Гоерхард, Р. Грабовскі, А. Дамодаран, І. Івашковська, В. Ковальов, С. Ковтун, А. Кочнєв, О. Литнєв, М. Лімітовський, М. Міллер, Ф. Модільяні, А. Молвінський, Дж. Ольсон, Ш. Пратт, Д. Стерн, Б. Стюарт, Т. Теплова, Г. Фелтхем, П. Фернандес, Р. Франкел, Дж. Харрінгтон, С. Хассет, В. Хруцький, С. Янг. Серед вітчизняних науковців, праці яких присвячені окремим аспектам фінансової реструктуризації корпорацій, варто відзначити роботи: М. Білик, І. Бланка, Н. Волошанюк, С. Джерелейко, Г. Єфімова, І. Заблодської, Р. Квасницької, О. Кравчук, Г. Крамаренко, Д. Леонова, В. Лещук, О. Мазур, П. Нікіфорова, Л. Остапенко, Г. Островської, О. Охріменко, О. Решетняк, О. Сарапіної, В. Суторміної, М. Стецька, М. Тарасюка, О. Терещенка, С. Юрія та ін.

Проте недостатньо висвітленими в науково-практичній літературі з корпоративних фінансів залишаються питання фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України в контексті підвищення ефективності їх діяльності. Теоретична й практична необхідність розв'язання зазначених проблем зумовили вибір теми дисертації, формулювання її мети та завдань.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота за обраною темою виконана відповідно до плану науково-дослідних робіт кафедри фінансів і кредиту Чернівецького національного університету імені Юрія Федьковича в межах комплексного наукового дослідження держбюджетних тем: «Теорія і практика фінансового забезпечення економічного зростання в Україні» (номер державної реєстрації №0111U001286) і «Взаємозв'язок фіскальної та монетарної політики у сучасних умовах» (номер державної реєстрації №0116U001442). Внесок автора полягає у розвитку інноваційної парадигми управління корпоративними фінансами на

основі фінансової реструктуризації як способу підвищення ефективності діяльності корпорацій.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є поглиблення теоретико-методичних засад фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України та розроблення науково-практичних рекомендацій щодо підвищення їх ефективності. Для досягнення поставленої мети у дисертації визначено вирішення таких завдань:

- висвітлити еволюцію підходів до оцінки ефективності діяльності корпорацій;
- уточнити наявні теоретичні підходи щодо сутності фінансової реструктуризації корпорацій;
- розкрити взаємозв'язок між фінансовою реструктуризацією і ефективністю діяльності корпорацій;
- виявити тенденції розвитку фінансової структури енергопостачальних корпорацій України;
- оцінити витрати на капітал енергопостачальних корпорацій України та виявити основні фактори, які на них впливають;
- проаналізувати показники ефективності діяльності енергопостачальних корпорацій України та виявити їх зв'язок із фінансовою структурою;
- з'ясувати можливості практичного використання управлінського підходу до фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій;
- визначити критерії проведення фінансової реструктуризації на основі розрахунку цільової структури капіталу корпорацій;
- обґрунтувати доцільність застосування методів фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України з метою підвищення ефективності їх діяльності.

Об'єктом дослідження є ефективність процесів фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій.

Предметом дослідження є теоретико-методичні засади та практичний інструментарій фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій.

Методи дослідження. Теоретико-методологічною основою роботи є базові положення корпоративних фінансів. При цьому в дисертаційній роботі було використано сукупність методів і прийомів загальнонаукового пізнання, а саме: аналізу і синтезу – для розкриття економічної сутності фінансової реструктуризації, наукової абстракції – для визначення концептуальних підходів щодо об'єкта фінансової реструктуризації, класифікації та систематизації – для узагальнення підходів до оцінки ефективності діяльності корпорацій, ретроспективного фінансового аналізу та графічний – під час дослідження тенденцій фінансової структури корпорацій, методу ланцюгових підстановок – в процесі факторного аналізу рентабельності власного капіталу, кореляційного аналізу та математичного моделювання – в процесі побудови регресійних моделей взаємозв'язку показників ефективності діяльності з показниками фінансової структури енергопостачальних корпорацій України. Крім цього в процесі дослідження використовувались системно-структурний і системно-функціональний підходи до аналізу економічних явищ та процесів.

Інформаційною базою дослідження є фундаментальні концепції провідних вітчизняних й зарубіжних науковців, фахівців у галузі корпоративних фінансів та фінансової реструктуризації корпорацій, законодавчі акти, нормативно-правові документи, міжнародні стандарти бухгалтерського обліку і фінансової звітності, офіційні матеріали Державної служби статистики України, аналітичні матеріали та експертні оцінки вітчизняних й міжнародних інформаційно-аналітичних агентств, інтернет-ресурси. При написанні дисертації були використані матеріали публічної фінансової звітності 26 енергопостачальних корпорацій України за період 2006–2015 рр.

Наукова новизна отриманих результатів. У дисертаційній роботі вирішено актуальне науково-прикладне завдання, яке полягає в теоретико-методичному обґрунтуванні впливу процесу фінансової реструктуризації на ефективність діяльності енергопостачальних корпорацій України. Найбільш

вагомі результати, що характеризують новизну дослідження, які отримані автором особисто та виносяться на захист, полягають у наступному:

уперше:

- з'ясовано на основі факторного та кореляційно-регресійного аналізу й теоретичних узагальнень і доведено взаємозв'язок між рентабельністю власного капіталу підприємств та показниками, які характеризують їх фінансову структуру (коефіцієнт фінансової залежності, коефіцієнт операційних поточних зобов'язань, коефіцієнт фінансових витрат, коефіцієнт податкової свободи), що дає змогу кількісно оцінити величину зміни рентабельності власного капіталу енергопостачальних корпорацій за рахунок проведення їх фінансової реструктуризації;

удосконалено:

- дефініцію «фінансова реструктуризація», зокрема визначено, що під цим поняттям слід розуміти процес перебудови фінансової структури корпорацій, який здійснюється з метою максимізації добробуту акціонерів та збалансування інтересів інших стейкхолдерів у довгостроковому періоді; концептуальні підходи до визначення об'єкта фінансової реструктуризації як структури джерел фінансування та центрів фінансової відповідальності, що в сукупності формують фінансову структуру корпорацій. Такий підхід дає можливість використовувати фінансову реструктуризацію як оперативно-тактичний та стратегічний інструмент корпоративного фінансового менеджменту, а також врахувати інтереси ключових стейкхолдерів.

- методику оцінки ефективності фінансової реструктуризації корпорацій, зокрема обґрунтовано авторський вартісно-орієнтований показник динаміки добробуту акціонерів, в основі якого покладено рух грошових потоків між акціонерами й корпорацією за визначений період, ринкову вартість акцій та витрати на власний капітал. Визначено, що важелями впливу на динаміку добробуту акціонерів є фінансові рішення, які призводять до змін зазначених складових вартісно-орієнтованого показника. Завдяки цьому можна оцінити вплив фінансової реструктуризації на добробут акціонерів.

- аналітичні підходи щодо визначення цільової структури капіталу за двома критеріями: мінімізації середньозваженої ставки витрат на капітал (WACC) та волатильності операційного прибутку. Обґрунтовано методику моделювання WACC з урахуванням різних варіантів структури капіталу та методичний підхід щодо визначення критичної величини виплат по боргових зобов'язаннях з урахуванням заданої ймовірності дефолту корпорації і критерію волатильності операційного прибутку. Застосування зазначених положень дасть змогу визначити раціональну величину позикового капіталу та сформулювати цільову з позиції витрат на капітал структуру капіталу.

- прикладний інструментарій фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України, зокрема обґрунтовано підходи до реструктуризації заборгованості ЕКУ на основі сек'юритизації заборгованості за електроенергію в боргові цінні папери, а також методичні підходи до реструктуризації власного капіталу шляхом деномінації та додаткової емісії акцій, конверсії боргу у акції, виплати дивідендів акціями. Реалізація запропонованих підходів дасть змогу підвищити ліквідність боргів за електроенергію та покращить структуру джерел фінансування корпорацій.

набули подальшого розвитку:

- визначення поняття «корпорація» у якому на відміну від наявних підходів основний акцент зроблено на корпоративні права. Зокрема, під корпорацією необхідно розуміти юридичну особу, створену у вигляді господарського товариства, статутний капітал якого поділений на визначену кількість корпоративних прав (акцій), розміщених серед власників (акціонерів), та дають їм право на реалізацію власних майнових прав відносно даного господарського товариства.

- методичні підходи до оцінки ставки витрат на власний капітал корпорацій на основі модифікації моделі CAPM, що дає змогу поєднати показники, отримані на розвинутому фондовому ринку з фундаментальними показниками самих корпорацій та визначити на цій основі ставки витрат на власний капітал на ринках, що розвиваються.

- науково-практичні засади щодо визначення економічної доданої вартості (EVA) в частині порядку розрахунку окремих компонентів з урахуванням специфіки вітчизняної фінансової звітності, розробки схеми взаємозв'язків ключових факторів, які впливають на економічну додану вартість, що дає можливість здійснити її декомпозицію та використовувати в якості критерію створення (поглинання) вартості за період.

Практичне значення результатів дослідження визначається розробкою пропозицій із удосконалення науково-методичного та практичного інструментарію для підвищення ефективності діяльності енергопостачальних корпорацій України на основі фінансової реструктуризації. Результати дослідження рекомендовані до використання у практичній діяльності корпорацій, міністерств та відомств.

Зокрема, пропозиції щодо підвищення ефективності діяльності енергопостачальних корпорацій, за умови застосування методів фінансової реструктуризації, які дають можливість досягти зниження технологічних втрат електроенергії, модернізації і реконструкції діючих підстанцій та ліній електропередач, підвищення надійності передачі та постачання електроенергії споживачів Чернівецької області, були використані у діяльності Департаменту економіки Чернівецької ОДА і впроваджені у «Стратегії розвитку Чернівецької області на період до 2020 року» (довідка № 01/1086 від 05.12.2016р.); пропозиції щодо застосування методики визначення оптимальної структури капіталу за критерієм мінімізації витрат на капітал та визначення економічної доданої вартості EVA в якості критерію створення (поглинання) вартості корпорацією за період використовуються ПАТ «Рівнеобленерго» (довідка № 22-171/7034 від 16.12.2016р.). Окремі положення та висновки дисертаційної роботи використовуються у навчальному процесі Чернівецького національного університету імені Юрія Федьковича при розробці методичного забезпечення та викладанні дисциплін: «Фінансовий менеджмент», «Управління фінансовою санацією підприємств», «Фінансова санація і банкрутство підприємств», «Інвестування» (довідка № 15/15 – 3520 від 06.12.2016р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійно виконаною науковою працею, у якій відображено підхід автора до обґрунтування науково-методичних та практичних рекомендацій щодо проведення фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України з метою підвищення ефективності їх діяльності у довгостроковому періоді. Усі наукові положення, розробки, висновки та пропозиції, які виносяться на захист, одержані здобувачем самостійно і належать особисто автору. З опублікованих праць у співавторстві в дисертації використані тільки ті ідеї, які належать здобувачу особисто.

Апробація результатів дисертації. Основні результати дисертації було апробовано на міжнародних науково-практичних конференціях: «Economics, management, law: realities and perspectives» (Paris, 2016), «From the Baltic to the Black sea: the national models of economic systems» (Riga, 2016), «Трансформація сучасних соціально-економічних систем в умовах європейської інтеграції та глобалізаційних викликів» (Чернівці, 2015), «Перспективи розвитку економіки України: теорія, методологія, практика», (Луцьк, 2015), «Сучасні концепції управління соціально-економічним розвитком держави» (Дніпропетровськ, 2015), «Детермінанти сучасного розвитку соціально-економічних систем в умовах глобальної нестабільності» (Чернівці, 2014), «Облік, контроль і аналіз в управлінні підприємницькою діяльністю» (Черкаси, 2014), «Ринкова природа інституційних трансформацій сучасних економічних систем» (Чернівці, 2013), «Суперечності та тенденції сучасної економічної динаміки» (Чернівці, 2012), «Реорганізація інституційної архітектури в посткризовий період розвитку економіки» (Чернівці, 2011); на Всеукраїнських науково-практичних конференціях: «Ефективність підприємницької діяльності: маркетинговий аспект», (Київ, 2016), «Фінансова безпека України: проблеми та пріоритети забезпечення» (Івано-Франківськ, 2013).

Публікації. Основні результати дисертації опубліковані у 22 наукових працях загальним обсягом 12,1 д.а., серед яких: 2 підрозділи у колективних монографіях (особисто автору належить 1,72 д.а.); 8 статей у наукових

фахових виданнях України й інших держав (особисто автору належить 5,56 д.а.), з них чотири статті опубліковані у наукових фахових виданнях, що входять до реєстру міжнародних наукометричних баз, одна стаття в науково-періодичному виданні іншої держави; 12 тез конференцій (особисто автору належить 2,57 д.а.).

Структура та обсяг дисертації. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Повний обсяг дисертації складає 273 сторінки друкованого тексту (в тому числі основного тексту 220 сторінок) і містить 33 таблиці та 21 рисунок, 12 додатків, що подано на 53 сторінках. Список використаних джерел налічує 186 найменувань на 19 сторінках.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ФІНАНСОВОЇ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ У ЗАБЕЗПЕЧЕННІ ЕФЕКТИВНОСТІ КОРПОРАЦІЙ

1.1. Поняття та критерії ефективності діяльності корпорацій: еволюція поглядів та сучасний зміст

Науково-практичні підходи до розуміння ефективності функціонування корпорацій пройшли тривалу еволюцію у своєму розвитку, яка зумовлена зміною поглядів як на саму корпорацію, так і на концептуальні критерії, що детермінують ефективність її діяльності. У зв'язку з цим, виникає об'єктивна необхідність пошуку ключових домінант ефективності діяльності корпорацій в умовах сьогодення. Процес виявлення характеристик ефективності діяльності корпорацій розпочнемо з визначення сутності категорії «корпорація».

Корпорації на сьогоднішній день є невід'ємною складовою економічних систем більшості країн світу. На практиці досить часто дефініцію «корпорація» застосовують для характеристики різнотипних економічних суб'єктів, що ускладнює розуміння даної категорії. З точки зору етимології, термін «корпорація» (*corporation*) має англломовне походження. У США цим терміном позначають великі акціонерні товариства, акції яких перебувають в обігу на фондовому ринку.

Проте на практиці і у вітчизняному законодавстві категорія «корпорація» досить часто ототожнюється з певною групою підприємств, об'єднаних під єдиним центром управління. Корпорацією згідно Господарського кодексу України є договірне об'єднання, створене на базі поєднання виробничих, наукових і комерційних інтересів підприємств що об'єдналися, з делегуванням ними окремих повноважень централізованого регулювання діяльності кожного з учасників органам управління корпорації [1].

На нашу думку, корпоративні об'єднання декількох суб'єктів господарювання хоча і є складними організаційними формами, які існують у вигляді корпорацій, проте (по своїй суті) є формою об'єднання капіталу під єдиним центром фінансового управління. Варто зазначити, що основні базові характеристики корпорації виражаються в специфіці формування та обігу корпоративних прав власності.

Цей факт якісно відрізняє корпорацію від інших організаційно-правових форм. Статутний капітал корпорації формується з визначеної кількості корпоративних прав, якими є акції (прості і привілейовані). Прості акції є специфічними корпоративними правами, які з одного боку забезпечують їх власнику можливість реалізації права власності, а з іншого – отримання доходу від володіння ними. При цьому акціонери несуть відповідальність за результатами діяльності корпорації в межах інвестицій, вкладених в акції.

Як справедливо зазначають В. Зимовець та О. Терещенко, однією із найважливіших характеристик корпорації є те, що це господарські товариства з обмеженою відповідальністю (*limited liability*). Саме обмежена відповідальність (сумами внесків до статутного капіталу) відрізняє корпорацію від інших організаційно-правових форм. В. Зимовець та О. Терещенко пропонують для уникнення плутанини використовувати термін «корпоративне підприємство», яке включає в себе як великі ТНК, що організовані у формі акціонерних товариств, так і невеликі за розміром товариства з обмеженою відповідальністю [2, с.82].

Найбільш транспарентними і домінантними формами корпорацій в Україні є публічні акціонерні товариства, власне з якими і буде в подальшому асоціюватись категорія «корпорація» у вузькому розумінні в контексті даного наукового дослідження. Під корпорацією пропонуємо розуміти юридичну особу, створену у вигляді господарського товариства, статутний капітал якого поділений на визначену кількість корпоративних прав (акцій), які розміщені серед власників (акціонерів), та дають їм право на реалізацію власних майнових прав відносно даного господарського товариства.

Однією із визначальних характеристик будь-якої сучасної корпорації є питання ефективності її діяльності. Тому, після виділення концептуальних ознак сучасної корпорації, перейдемо до розгляду категорії «ефективність» та визначення основних її властивостей. Перш за все потрібно враховувати той факт, що дана дефініція пов'язана із сутністю і змістом важливих економічних законів суспільства, відображає інтереси як всього суспільства, так і кожного окремого індивідуума, а також охоплює всі сторони господарської діяльності будь-якого суб'єкта і корпорації зокрема.

В результаті виникає необхідність виявлення основних властивостей, що притаманні даній економічній категорії. У сучасній енциклопедичній літературі «ефективність» (*від лат. «efficienta»*) трактується у кількох аспектах: як характеристика об'єкта, що вказує на його суспільну користь, продуктивність; як співвідношення отриманого ефекту з усією сумою витрат [3, с.366]; як здатність приводити до потрібних результатів, здатність давати найбільший ефект [4, с.492]. В той же час «ефект» – це наслідок яких-небудь причин, заходів, корисний результат економічної діяльності, а «результат» - це остаточний, кінцевий підсумок діяльності.

Згідно з визначенням, наданим в економічній енциклопедії, ефективність розглядають як відносний ефект, результативність процесу, операції, проекту, що визначається як відношення результату до затрат, які зумовили його одержання [5, с.345]. Як бачимо з наведених визначень, термін «ефективність» здебільшого розглядається як результативність певного процесу, дії. Проте, виходячи з подібного трактування даної категорії, відбувається фактичне її ототожнення з категорією «результативність», оскільки вони характеризують єдиний аспект оцінювання наслідків діяльності корпорації.

На нашу думку, це взаємопов'язані, але не ідентичні категорії, які потребують чіткого розмежування. Крім того, суттєво привносить плутанину щодо розуміння категорії «ефективність» використання в іноземній науково-практичній літературі декількох термінів для її відображення. Зокрема, в англійській мові використовуються два терміни: «efficiency» і «effectiveness»,

українські еквіваленти яких однакові і перекладаються як «ефективність». Як зазначає І. Адізес [6], чіткого розмежування цих категорій остаточно не проведено, однак загалом можна сказати, що «efficiency» – це шлях до досягнення мети; система є ефективною, якщо вона спроможна виконувати свої функції з мінімальною енергією. На думку І. Адізеса, категорія «effectiveness» характеризує ступінь досягнення мети, задля якої була створена система.

Як бачимо, категорії «efficiency» і «effectiveness» є досить близькими за змістом. Проте між ними існує наступна змістовна відмінність: «efficiency» зазвичай відноситься до використання ресурсів, тоді як «effectiveness» має відношення до досягнення визначених цілей (фактично відображає результативність). У підсумку можна стверджувати, що результативність є однією з форм вияву економічної сутності ефективності, яка вказує на здатність корпорації досягати намічених цілей, характеризує ступінь відхилення фактичних результатів від запланованих.

Найбільш прийнятною з погляду об'єднання наявних методологічних підходів до розуміння «ефективності корпорації» є наукова позиція У. Кінга та Д. Кікланда [7, с.168], яка базується на цільовій концепції ефективності. На їхню думку, ефективність – це міра відповідності корпорації її цілям (effectiveness – результативність). Але реальною ефективністю така міра буде лише у випадку, якщо під цілями діяльності корпорації розуміти досягнення результату за найбільш раціонального використання ресурсів («efficiency» – ефективність).

З урахуванням зазначеного, ми вважаємо, що будь-яка корпорація повинна бути з одного боку ефективною (забезпечувати найбільш раціональне використання наявних матеріальних, фінансових, інтелектуальних, інформаційних та інших видів ресурсів), а з іншого – результативною, тобто забезпечувати досягнення цільового результату діяльності, який можна кількісно виміряти та оцінити на основі визначених критеріїв. Категорія «економічної ефективності» корпорацій пройшла тривалий еволюційний шлях розвитку, при цьому вона завжди знаходилась у центрі уваги економістів

різних наукових шкіл та напрямків, які вивчали її сутність, пропонували різні критерії і системи кількісних показників оцінки. «Ефективність» як категорія зустрічається у праці Арістотеля «Нікомахова етика» [8]. Критерієм економічної ефективності за Арістотелем є відповідність результатів діяльності задоволенню природних потреб людей, які зайняті в цій діяльності. Таким чином бачимо, що згідно даної позиції «ефективність» фактично ототожнюється з результативністю, і при цьому залежить від рівня досягнення задоволення природних потреб людини.

З подальшим розвитком економічної теорії простежується і еволюція підходів до трактування категорії «ефективність». Зокрема в роботах фізіократів та представників класичної політекономії акцент дещо зміщується і враховуються не лише результати діяльності, але і понесені для їх отримання витрати (в першу чергу праця і капітал, які фактично виступають домінуючими на той час видами ресурсів). В якості показника, що дозволяє кількісно оцінити ефективність, пропонується норма прибутку на вкладений капітал, яка розраховується як відношення різниці між створюваним національним доходом і вартістю затраченої на його виробництво праці до затрат капіталу.

Представники марксистської школи політичної економії в якості показника ефективності виділяють ефект, що розраховується як різниця між отриманим доходом та понесеними затратами. Маржиналісти розвинули уявлення класиків про прибуток як основний критерій ефективності діяльності корпорації. А. Маршалл, досліджуючи економічну ефективність корпорацій, особливу увагу приділив оцінці організаційної структури та її впливу на ефективність діяльності корпорацій.

Концептуально новий етап розвитку досліджень у сфері економічної ефективності корпорацій представлений працями Р. Брейлі [9], Ю. Брікхема [10], Г. Дональсона [11], Д. Дюранда [12], С. Майєрса [13,14,15], М. Міллера [16], Ф. Модільяні [17,18], С. Росса [19,20], які досліджували вплив структури та вартості капіталу на ринкову вартість корпорації, що виступає, на їх думку, основним критерієм ефективності діяльності корпорацій.

В той же час у працях інституціоналістів А. Алчіана [21], М. Дженсена [22], Г. Демсеца [23], Р. Коуза [24], Р. Нельсона [25], Д. Норта [26], Г. Саймона [27], Дж. Стіглера [28], Дж. Стігліца [29], А. Спенса [30], О. Уільямсона [31], С. Уінтера [32], Й. Шумпетера [33] у центрі уваги знаходяться не досліджувані раніше корпоративні економічні відносини між суб'єктами. Ефективність економічних відносин визначається виходячи з наступних критеріїв: задоволення потреб суб'єктів, мінімізація трансакційних витрат, збереження і розвиток інфраструктури. На процес максимізації економічної ефективності здійснюють вплив такі фактори як: інформаційна асиметрія, тип поведінки та обмежена раціональність суб'єктів, дисциплінуючі фактори для менеджменту.

Досить вагомий внесок у розвиток підходів щодо розуміння ефективності діяльності корпорацій зробив Р. Коуз [24], у працях якого корпорація представлена як сукупність відносин між працівниками, керівниками і власниками, виражених у вигляді договорів (контрактів). Теорія визначає витрати, які несе власник при здійсненні цих контрактів, як внутрішні (витрати контролю) і зовнішні (трансакційні), а також пріоритетне право власників на задоволення потреб, оскільки саме власники несуть високий ризик і отримують компенсацію за залишковим принципом. Витрати контролю покликані згладжувати конфлікти інтересів.

Класична теорія фірми знайшла продовження у теорії корпоративної соціальної відповідальності і теорії зацікавлених сторін за допомогою включення в неї більшої кількості економічних агентів. У теорії зацікавлених сторін стверджується, що успішність організації визначається ступенем задоволення інтересів зацікавлених осіб (стейкхолдерів). Розглянуті теорії та концепції не дають однозначного визначення, змісту, критеріїв та переліку кількісних показників і факторів економічної ефективності корпорації.

Задача оцінки ефективності діяльності корпорацій, на нашу думку, може бути формалізована крізь призму вибору системи показників для кожного окремого критерію оцінки, при цьому в основі повинні бути економічні інтереси різних суб'єктів корпоративних відносин (зацікавлених сторін або

стейкхолдерів). Саме стейкхолдери в значній мірі визначають розвиток корпорації та здійснюють прямий чи опосередкований вплив на її діяльність. До основних груп стейкхолдерів можна віднести акціонерів (власників) корпорації, державу (в особі різних державних структур), кредиторів, покупців, постачальників та менеджмент корпорації. Для кожної із груп стейкхолдерів ефективність діяльності корпорацій буде детермінуватись рівнем реалізації власних інтересів і очікувань щодо результатів її діяльності.

Превалюючою управлінською парадигмою сучасних корпоративних фінансів є концепція пріоритетності економічних інтересів власників (запропонована Г. Саймоном ще у 1957 році [27]), що набула широкого поширення у фінансовій теорії і практиці та переросла в головну мету фінансового менеджменту, якою є «максимізація добробуту акціонерів корпорації» (*shareholder wealth maximization*). З точки зору власників (акціонерів) ефективність корпорації оцінюється у стратегічному аспекті і виражається доходами від володіння акціями та їх ринковою ціною. Тому на практиці зазначена мета досить часто трансформується у «максимізацію ринкової вартості корпорації».

Ефективність корпорації з точки зору менеджерів оцінюється здебільшого у тактичному короткостроковому аспекті і розглядається через призму особистих інтересів (матеріальних та нематеріальних). У більшості випадків системи матеріального стимулювання менеджерів детермінуються рівнем віддачі на інвестований капітал, тому показники приросту виручки, прибутку, рентабельності в основному визначають і рівень матеріальної винагороди менеджерів. Проте, економічні показники прибутковості чи рентабельності не завжди є показниками реальної ефективності для менеджерів, оскільки не враховують їх індивідуальні соціокультурні інтереси.

Натомість ефективність діяльності корпорацій для держави зазвичай розглядається крізь призму податкових надходжень та соціальних внесків, які сплачує корпорація. В результаті зацікавленість держави проявляється в постійному зростанні податкових платежів до бюджету та державних цільових

фондів, при цьому держава слідкує за тим, щоби корпорації не занижували податкові зобов'язання та своєчасно і в повній мірі їх сплачували. Таким чином, ефективна з позиції держави корпорація – це та, яка виконує в повній мірі всі зобов'язання передбачені вітчизняним законодавством та забезпечує їх стабільний приріст впродовж тривалого періоду.

Ефективність діяльності корпорацій для кредиторів розглядається на практиці як синонім кредитоспроможності, що власне полягає в мінімізації ризиків, пов'язаних з наданням фінансових ресурсів у тимчасове користування корпорації, та забезпеченні стабільних процентних надходжень за позичені фінансові ресурси, своєчасне їх повернення на визначених умовах. Чим вищим є рівень кредитоспроможності корпорації, тим ефективнішою вона є з позиції кредиторів, оскільки має більші можливості по виконанню власних зобов'язань.

Ефективність діяльності корпорацій для економічних контрагентів (постачальники та покупці) оцінюється крізь призму її господарської ефективності, а зацікавленість проявляється в оцінці ймовірності виконання корпорацією своїх зобов'язань, що виникають у процесі господарської діяльності. При цьому для постачальників у першу чергу ефективність полягає у платоспроможності корпорації, що передбачає можливість вчасно і у повній мірі розраховуватись за поставлені товари, виконані роботи чи надані послуги.

В той же час, для покупців ефективність діяльності корпорацій полягає у ритмічності і ефективності виробництва, яке визначає ціну, якість і своєчасність виконання контрактних зобов'язань. Розглянуті вище критерії оцінки ефективності діяльності корпорації для різноманітних суб'єктів можна систематизувати у вигляді табл. 1.1.

Від успішності задоволення інтересів усіх груп стейкхолдерів залежить операційна та фінансова ефективність діяльності корпорації та відповідно її вартість. На нашу думку, у процесі оцінки ефективності функціонування будь-якої корпорації домінуючими повинні бути саме інтереси акціонерів, які по суті є власниками корпорації та інвестують у неї свій капітал. При цьому важливо також гармонізувати інтереси інших груп стейкхолдерів корпорації.

Таблиця 1.1

**Система критеріїв оцінки ефективності корпорації суб'єктами
корпоративних відносин***

Суб'єкт корпоративних відносин	Цільовий критерій	Корпоративний інтерес	Оціночні показники
Акціонери	Максимізація власного добробуту	Дивідендний дохід, дохід від приросту курсової вартості акцій	Рентабельність реалізації продукції, рентабельність власного капіталу, ціна акцій, приріст добробуту акціонерів за період
Менеджмент, працівники	Максимізація особистого доходу	Заробітна плата, частка від прибутку у формі преміальних	Рівень оплати праці, рівень управлінських витрат, показники росту компанії
Держава	Максимізація надходжень від фіскальної політики	Податки, платежі до бюджету та позабюджетних фондів	Обсяг податкових надходжень та соціальних внесків, кількість робочих місць
Кредитори	Максимізація доходів від кредитування	Відсоткові платежі за позиковий капітал	Показники кредитоспроможності, надбавка за ризик
Постачальники	Максимізація надходжень від постачання продукції, робіт, послуг	Доходи від постачання продукції	Сума надходжень за поставлену продукцію, суми неоплаченої заборгованості, показники ліквідності і платоспроможності
Покупці	Оптимізація співвідношення ціна/якість продукції	Продукція належної якості за відповідну ціну	Ціна продукції, якість продукції
Конкуренти	Максимізація власної частки на ринку	Завоювання ринкового сегменту на якому працює корпорація	Кількість покупців (споживачів), обсяг реалізованої продукції, частка на ринку

*Джерело: Складено автором

Для характеристики процесу формування вартості для акціонерів спочатку розглянемо ситуацію, при якій корпорація фінансує свою діяльність за рахунок власних фінансових ресурсів, вкладених акціонерами у статутний капітал (*E, equity*), та накопичених у процесі господарської діяльності, якими є чистий прибуток (*NI, net income*) та амортизація (*A, amortization*). Акумуляовані у статутному капіталі фінансові ресурси інвестуються менеджментом

корпорації у придбання активів. Активи в свою чергу складаються з необоротних активів (FA , *fixed assets*) та оборотних активів (CA , *current assets*). На базі оборотних активів корпорації на практиці досить часто виокремлюють чистий робочий капітал (NWC , *net working capital*), який є різницею між оборотними активами (CA , *current assets*) та поточними зобов'язаннями (SL , *short-term liabilities*) і відображає ту частину оборотних активів, яка профінансована за рахунок власних фінансових ресурсів. У випадку, коли корпорація не використовує позикових фінансових ресурсів, оборотні активи дорівнюють чистому робочому капіталу ($CA = NWC$).

Довгострокові необоротні активи на кінець періоду (FA_1) дорівнюють довгостроковим необоротним активам на початок періоду (FA_0), які збільшені на приріст інвестицій у необоротні активи (ΔFA). Чистий робочий капітал на кінець періоду (NWC_1) дорівнює сумі чистого робочого капіталу на початок періоду (NWC_0) та приросту чистого робочого капіталу (ΔNWC). У вигляді формули (1.1) це виражається наступним чином:

$$FA_1 = FA_0 + \Delta FA ; NWC_1 = NWC_0 + \Delta NWC \quad (1.1)$$

Сформовані менеджерами за рахунок фінансових ресурсів акціонерів активи корпорації генерують прибуток (NI , *net income*), який у загальному вигляді визначається шляхом вирахування з виручки від реалізації (S , *sales*) усіх видів витрат (C , *costs*) та сплати податкових платежів (T , *taxes*). Із загальної суми витрат необхідно виокремити амортизацію (A , *amortization*), яка виступає джерелом формування накопичених внутрішніх фінансових ресурсів корпорації поряд з чистим прибутком (NI , *net income*). Загальнотеоретична формула (1.2) для визначення чистого прибутку (NI , *net income*) наступна:

$$NI = S - C - T \quad (1.2)$$

У підсумку рівень добробуту акціонерів (W , *wealth*) можна виразити через рівняння (1.3). В даному рівнянні W_0 – рівень добробуту акціонерів на початок періоду, ΔW – приріст добробуту акціонерів, W_1 – рівень добробуту акціонерів на кінець періоду.

$$W_1 = W_0 + \Delta W \quad (1.3)$$

Джерелом приросту добробуту акціонерів (ΔW) виступає чистий прибуток корпорації (NI , *net income*), який може бути або розподілений серед акціонерів у вигляді дивідендів (Div , *dividends*) або реінвестований менеджментом (RE , *reinvest earnings*) в активи корпорації з метою отримання більших доходів у майбутньому. Формулу для визначення приросту добробуту акціонерів за період (ΔW) можна записати наступним чином (1.4):

$$\Delta W = NI = Div + RE \quad (1.4)$$

Якщо $RE = NI - Div$, то при умові фінансування корпорації за рахунок лише власних внутрішніх фінансових ресурсів взаємозв'язок джерел формування власних внутрішніх фінансових ресурсів ($NI + A$) та напрямків їх використання ($\Delta FA + \Delta NWC + Div$) буде мати вигляд (1.5):

$$NI + A = \Delta FA + \Delta NWC + Div \text{ або } RE + A = \Delta FA + \Delta NWC \quad (1.5)$$

У даній нерівності ліва частина відображає джерела формування власних внутрішніх фінансових ресурсів (чистий прибуток і амортизація), а права – напрямки їх використання (інвестиції в необоротні активи і чистий робочий капітал та виплату дивідендів за рахунок чистого прибутку). Проте на практиці досить поширеною є ситуація, що власних фінансових ресурсів корпорації не вистачає і вона вдається до їх залучення на фінансовому ринку.

При цьому можливими є два варіанти залучення зовнішніх фінансових ресурсів: через додаткову емісію акцій (ΔE_{EX}) та залучення позикового капіталу (ΔD_{EX}). В результаті у корпорації з'являються додаткові можливості щодо фінансування своєї діяльності за рахунок внутрішніх ($\Delta E_{IN} = RE + A$) та за рахунок зовнішніх $\Delta E_{EX} + \Delta D_{EX}$ фінансових ресурсів. В результаті модель взаємозв'язку джерел формування фінансових ресурсів корпорації та напрямків їх використання набуде вигляду (1.6;1.7):

$$NI + A + \Delta E_{EX} + \Delta D_{EX} = \Delta FA + \Delta CA + Div \quad (1.6)$$

$$\text{або } \Delta FA + \Delta CA = \Delta E_{EX+IN} + \Delta D_{EX} \quad (1.7)$$

Для наочного відображення фінансової моделі приросту вартості корпорації побудуємо рис.1.1. Можна констатувати, що корпорація функціонує

ефективно в тому випадку, коли в повній мірі реалізується основна мета фінансового менеджменту корпорації – максимізація добробуту акціонерів, яка досить часто трансформується в максимізацію ринкової вартості корпорації.

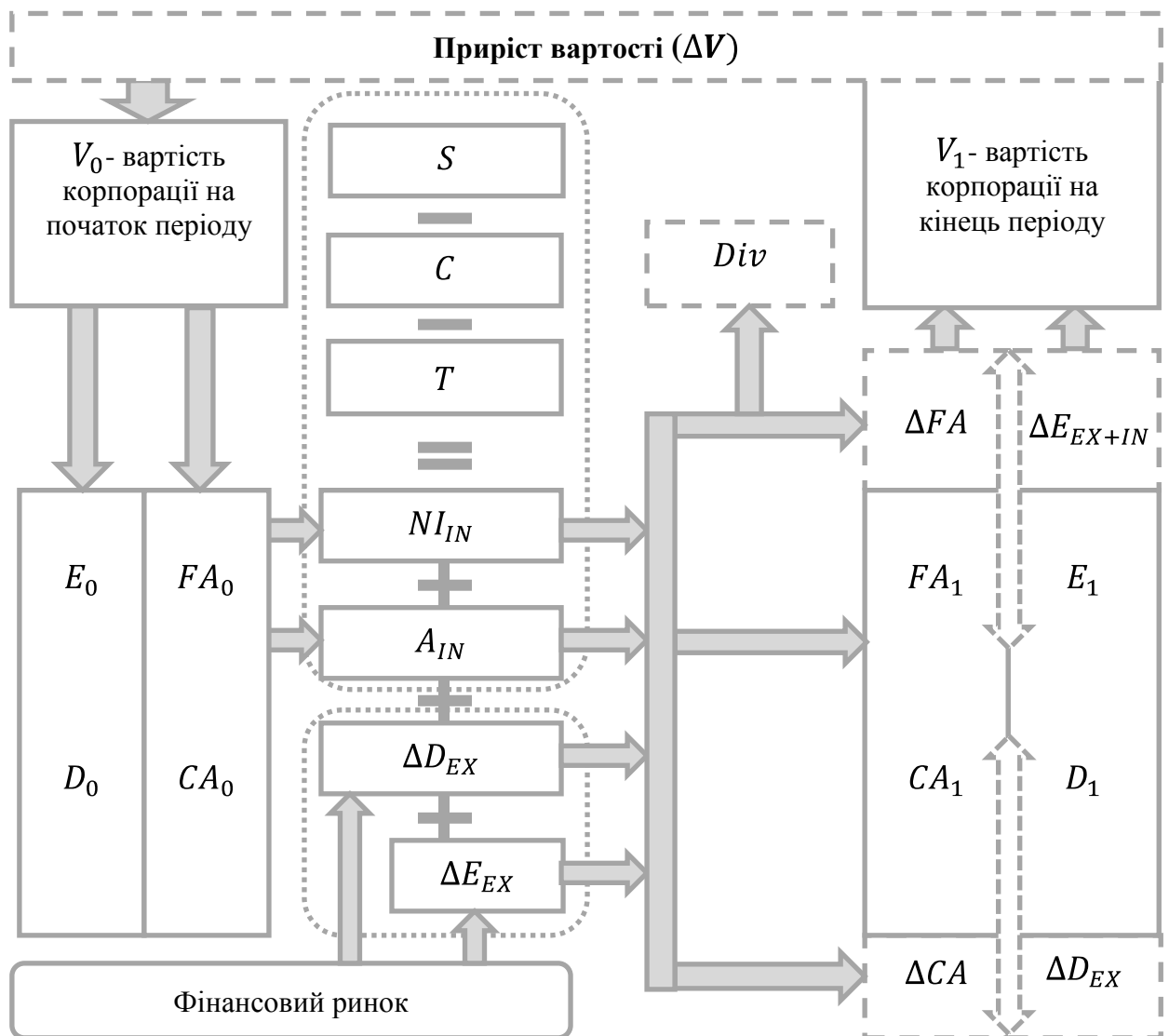


Рис.1.1 Фінансова модель приросту вартості корпорації*

*Джерело: Складено автором

У науково-практичній літературі категорії «максимізація добробуту акціонерів» та «максимізація ринкової вартості корпорації» практично не розмежовуються. Вважається, що збільшення ринкової вартості корпорації призводить до збільшення добробуту акціонерів (*shareholder wealth*), падіння ринкової вартості – до його зменшення. Ця точка зору відображена в науково-практичній літературі, присвяченій вартісно-орієнтованому управлінню (*Value-based management, VBM*) та корпоративним фінансам (*corporate finance*).

Такий підхід можна зустріти в роботах А. Дамодарана [34], Т. Коллера, М. Гоерхарда, Д. Весселса [35], З. Боді, А. Кейна, А. Маркуса [36], П. Верніммена [37] та ін. У цьому випадку ототожнюється добробут акціонерів з ринковою вартістю власного капіталу (*Market value of equity, MVE*). Проте, на нашу думку, пряме ототожнення даних категорій є не зовсім коректним. У зв'язку з цим виникає об'єктивна необхідність щодо їх розмежування та окреслення фундаментальних характеристик кожної із них. Крім того актуалізується необхідність пошуку показників, які адекватно відображають категорію «добробут акціонерів» та дозволяють дати їй кількісну оцінку.

В умовах сьогодення досить розповсюдженим відносним показником, що виражає дохідність інвестованого акціонерами капіталу, є рентабельність власного капіталу (*Return on equity, ROE*). Вона визначається діленням чистого прибутку (*Net income, NI*) на середньорічну балансову вартість власного капіталу (*Average book value of equity, BVE*). У вітчизняній науково-практичній літературі даний показник часто трактується як базовий критерій дохідності для акціонерів. Проте, як показують новітні розробки у сфері корпоративних фінансів, даний показник, який розраховується на основі балансових величин, не є критерієм оцінки рівня добробуту акціонерів, а лише показує віддачу на вкладений ними капітал.

Добробут акціонерів на конкретний момент часу (згідно статичного підходу) виражається ринковою вартістю власного капіталу. Проте, якщо розглядати категорію «добробут акціонерів» у динамічному аспекті (тобто як вона змінюється з часом або за певний період), то її ототожнення з категорією «ринкова вартість власного капіталу» буде не зовсім коректним. У першу чергу це пов'язано з тим, що оцінки вартості акціонерного капіталу, які відносяться до різних часових періодів мають різну вартість.

Згідно концепції вартості грошей у часі, гроші завжди сьогодні мають більшу вартість ніж у будь-який період у майбутньому, оскільки піддаються впливу різних видів ризиків, які призводять до зменшення реальної вартості грошей з плином часу. Крім того, в умовах високих темпів інфляції, можливе

суттєве номінальне збільшення ринкової вартості власного капіталу. Враховуючи дані факти, можна стверджувати, що саме по собі зростання (особливо незначне) ринкової вартості власного капіталу, не завжди призводить до збільшення реального добробуту акціонерів. Крім того реальний добробут акціонерів у значній мірі залежить від різного роду грошових виплат, які акціонери отримують в обмін на інвестиції в акції корпорації. Основними видами таких грошових виплат, які прямо впливають на рівень добробуту (особливо поточного) акціонерів, є дивіденди, викуп акцій корпорацією та ін.

Зростання ринкової вартості власного капіталу може бути забезпечене також за рахунок додаткової емісії акцій. Проте дана фінансова операція, яка забезпечує збільшення ринкової вартості власного капіталу (за рахунок емісії нових акцій), далеко не завжди призводить до зростання поточного добробуту акціонерів. Скоріше навпаки, в короткостроковому періоді може спостерігатись його зменшення, оскільки додаткова емісія акцій з одного боку вимагає додаткових інвестицій в купівлю акцій, а з іншого на практиці досить часто спостерігається падіння ринкової ціни однієї акції, яке зумовлене збільшенням їх кількості в обігу.

Добробут акціонерів (*shareholder wealth, W*) та ринкова вартість власного капіталу (*Market value of equity, MVE*) не є тотожними категоріями. На нашу думку, зміна ринкової вартості власного капіталу (ΔMVE) за певний період не еквівалентна зміні добробуту акціонерів (ΔW). Як справедливо зазначають С. Янг і С. О'Бірн [38], показник, що відображає зміну ринкової вартості власного капіталу ΔMVE , не враховує величину затребуваної дохідності на акціонерний капітал, а також виплати акціонерам протягом періоду. В підсумку С. Янг і С. О'Бірн для оцінки зміни добробуту акціонерів пропонують використовувати показник надлишкової дохідності (*Excess Return, ER*), який визначається як різниця між фактичним (W_a) і очікуваним (W_e) добробутом на кінець визначеного періоду (1.8):

$$ER = W_a - W_e \quad (1.8)$$

Показник очікуваного добробуту (*Expected wealth, W_e*) включає в себе як величину початково-інвестованого капіталу так і витрати на капітал. З прикладної точки зору даний показник розраховується як майбутня вартість інвестованого капіталу з урахуванням випусків нових акцій. Фактично це є сума приведенного (по ставці витрат на капітал) на момент оцінки початково-інвестованого капіталу з урахуванням додаткових випусків акцій. Показник фактичного добробуту (*Actual wealth, W_a*) – це ринкова вартість акцій на момент оцінки плюс приведена вартість всіх виплат на користь акціонерів (в першу чергу виплат дивідендів та викупу акцій).

У зв'язку з цим, реальний добробут, який генерує корпорація для акціонерів протягом певного періоду – це не тільки приріст вартості пакета акцій, але і фактично виплачені дивіденди та викуплені акції. Варто зазначити, що в значній мірі реально створений корпорацією добробут (багатство) – це очікувані грошові надходження на користь акціонерів. Вихідною передумовою моделі С. Янга і С. О'Бірна є припущення щодо незмінності очікувань протягом періоду. Проте на практиці вони постійно змінюються та переглядаються акціонерами. Тому, показник надлишкової дохідності (*Excess Return, ER*) не відповідає приросту добробуту акціонерів протягом певного періоду.

Крім того по своїй суті зазначена модель є ретроспективною (базується на фактичних даних за минулі періоди), що суттєво ускладнює її використання у цілях оцінки ефективності діяльності корпорацій у майбутніх періодах. На практиці досить часто для вимірювання приросту добробуту акціонерів використовують декілька показників. Одним з них є сукупна акціонерна дохідність (*Total shareholder return, TSR*), яка розраховується як відношення зміни вартості акції (ΔP) та виплачених протягом періоду дивідендів (Div) до вартості акції на початок періоду (P_0) (1.9):

$$TSR = (\Delta P + Div)/P_0 \quad (1.9)$$

Основними недоліками використання даного показника для вимірювання добробуту акціонерів є неврахування всіх видів надходжень, які отримують інвестори (наприклад у випадку викупу акцій корпорацією). З іншого боку –

даний показник не враховує виплати, які здійснюються акціонерами на користь корпорації (наприклад у випадку додаткової емісії акцій). І ті й інші види грошових потоків здійснюють суттєвий вплив на рівень добробуту акціонерів. Деталізованішим показником, який враховує різні види грошових потоків між акціонерами та корпорацією є показник доданої акціонерної вартості (*Shareholder value added, SVA*).

На думку професора П. Фернандеса [39] додана акціонерна вартість (*Shareholder value added, SVA*) – термін, який використовується для визначення різниці між добробутом акціонерів на кінець досліджуваного року, та їх добробутом в кінці попереднього року. Як бачимо з наведеного визначення фактично термін «додана акціонерна вартість» використовується для відображення приросту добробуту акціонерів протягом певного періоду (найчастіше року).

П. Фернандес відзначає, що збільшення чи зменшення ринкової вартості власного капіталу не обов'язково означає збільшення/зменшення добробуту акціонерів. Зокрема ринкова вартість власного капіталу зростає, але добробут акціонерів при цьому не збільшується у наступних випадках: коли акціонери оплачують підписку на нові акції, коли відбувається конверсія боргових зобов'язань в акції, коли використовуються варанти на купівлю акцій.

Можливою є ситуація, при якій ринкова вартість власного капіталу зменшується, але не зменшується при цьому добробут акціонерів. Таке відбувається, коли: корпорація виплачує дивіденди акціонерам або викупує акції на ринку (*share buy backs or share repurchases*). Згідно підходу, запропонованого П. Фернандесом додана акціонерна вартість (*SVA*) розраховується наступним чином (1.10):

$$SVA = \Delta MVE + Div + P_s - O_{ci} - C_{cd} \quad (1.10)$$

В даній формулі: ΔMVE – збільшення ринкової вартості власного капіталу за період; Div – дивіденди, виплачені акціонерам; P_s – інші виплати акціонерам (знижки від номіналу, викуп акцій); O_{ci} – витрати по зростанню капіталу (при використанні варантів чи опціонів); C_{cd} – конверсія боргових

зобов'язань в акції. Проте додана акціонерна вартість (*Shareholder value added, SVA*) не є створеною акціонерною вартістю (*Created shareholder value, CSV*). Як відзначає П. Фернандес, для створення акціонерної вартості за певний період необхідно щоб акціонерна дохідність (*Shareholder return, SR*) перевищувала затребувану норму дохідності на акціонерний капітал (*Required return to equity, R_e*). Акціонерна дохідність (*SR*) розраховується шляхом ділення доданої акціонерної вартості (*SVA*) на ринкову вартість власного капіталу на початок року (1.11).

$$SR = SVA/MVE_0 \quad (1.11)$$

Затребувана норма дохідності на акціонерний капітал (*Required return to equity, R_e*) – це дохідність, яку вимагають акціонери щоби повністю виправдати свої очікування щодо винагороди за інвестиції в акціонерний капітал корпорації. Затребувана норма дохідності на акціонерний капітал (1.12) складається з дохідності довгострокових казначейських зобов'язань (*Risk-free rate, R_f*) та премії за ризик акціонерного капіталу (*Risk premium, RP*). Найпоширенішими методиками розрахунку затребуваної норми дохідності на акціонерний капітал (*R_e*) є модифікована модель CAPM та модифікована модель кумулятивної побудови (*build-up method*).

$$R_e = R_f + RP \quad (1.12)$$

Як зазначалося вище, корпорація створює акціонерну вартість (*Created shareholder value, CSV*) у випадку, коли акціонерна дохідність (*Shareholder return, SR*) перевищує затребувану норму дохідності на акціонерний капітал (*Required return to equity, R_e*). Корпорація створює вартість для акціонерів на протязі року у випадку, коли перевершує затребувану акціонерами ставку. Створена акціонерна вартість (*Created shareholder value, CSV*) може бути розрахована наступним чином (1.13; 1.14):

$$CSV = MVE_0 \times (SR - R_e) \quad (1.13) \quad \text{або} \quad CSV = SVA - (MVE_0 \times R_e) \quad (1.14)$$

Е. Стерн і Дж. Піготт [40] у своїй роботі також критикують використання показника сукупної акціонерної дохідності (*Total shareholder return, TSR*) для

оцінки добробуту акціонерів. Основним недоліком даного підходу є ігнорування затрат на капітал. У зв'язку з цим Е. Стерн і Дж. Пігготт ввели в модель затрати на капітал та запропонували в якості критерію оцінки створення чи руйнування добробуту акціонерів протягом періоду індекс доданого добробуту акціонерів (*Wealth added index, WAI*) (1.15):

$$WAI = TSR - R_e \times P_0 \times NSO = P_1 - P_0 + Div \times NSO - R_e \times P_0 \times NSO \quad (1.15)$$

де P_1, P_0 – ціна акцій на початок і кінець періоду; Div – сума виплачених протягом періоду дивідендів; NSO – кількість акцій в обігу; R_e – ставка витрат на власний капітал. Е. Стерн і Дж. Пігготт пропонують також альтернативний варіант розрахунку WAI (1.16), який враховує також кількість випущених протягом періоду додаткових акцій (S_{new}). Показник WAI відображає зміну за період добробуту акціонерів:

$$WAI = MVE_1 - MVE_0 + R_e \times MVE_0 + Div - S_{new} \quad (1.16)$$

Дж. Мартін, Дж. Петті і С. Річ [41] процес збільшення добробуту акціонерів (*Wealth creation, ΔW*) протягом певного періоду визначають шляхом порівняння вартості корпорації в кінці досліджуваного періоду, а також грошового потоку, отриманого акціонерами вкінці періоду (CF_s), з вартістю корпорації на початок досліджуваного періоду (MVE_0) і накопиченими на протязі періоду витратами на капітал (R_e) (1.17).

$$\Delta W = MVE_1 + CF_s - (1 + R_e) \times MVE_0 \quad (1.17)$$

У вигляді формули вказаний взаємозв'язок можна записати наступним чином формула (1.17). Як бачимо приріст добробуту акціонерів (ΔW) (згідно даної моделі) залежить з одного боку від ринкової вартості власного капіталу на початок і кінець періоду, а з іншого – розміру грошових виплат акціонерам та витрат на власний капітал. Враховуючи наведені вище підходи, пропонуємо для визначення реального добробуту акціонерів чітко розмежувати фактори, що впливають на зміну ринкової вартості власного капіталу. На нашу думку, реальний добробут акціонерів змінюється під впливом змін у грошових потоках між ними і корпорацією, змін у ризиках та очікуваннях акціонерів, які

призводять до реального зростання (руйнування) ринкової вартості власного капіталу. В результаті показник, який відображає приріст/зменшення (ΔW) реального добробуту акціонерів може бути виражений наступним чином (1.18):

$$\Delta W = CF_{in} - CF_{out} - C_{cd} + MVE_1 - MVE_0 - MVE_0 \times R_e \quad (1.18)$$

де MVE_0 , MVE_1 – ринкова вартість власного капіталу на початок і кінець періоду; CF_{in} – грошові виплати акціонерам протягом періоду (дивіденди, знижки від номіналу, викуп акцій та ін.); CF_{out} – додаткові інвестиції у збільшення акціонерного капіталу, витрати по зростанню капіталу при використанні варрантів чи опціонів; C_{cd} – сума конверсії боргових зобов'язань в акції; R_e – ставка витрат на власний капітал.

На нашу думку, добробут акціонерів – універсальний критерій оцінки ефективності діяльності корпорації, який є актуальним для будь-якої корпорації незалежно від галузевої приналежності, місця розташування та специфіки ведення бізнесу. Для більшості суб'єктів корпоративних відносин показники ефективності є критеріями диференціації особистісних інтересів відносно корпорації. Наприклад: при високих показниках курсової вартості акцій акціонери згодні на менші поточні дивідендні виплати, при низьких значеннях фінансової стійкості кредитування здійснюється під вищий відсоток, який враховує більший рівень фінансового ризику корпорації.

З проведеного дослідження бачимо, що науково-практичні підходи щодо розуміння ефективності діяльності корпорацій пройшли тривалу еволюцію у своєму розвитку, яка зумовлена зміною поглядів як на саму корпорацію, так і на концептуальні критерії, що детермінують ефективність її діяльності. Критичний аналіз нормативно-правової та теоретичної бази сутності дефініції «корпорація» дозволив сформулювати визначення цієї категорії як юридичної особи, створеної у вигляді господарського товариства, статутний капітал якого поділений на визначену кількість корпоративних прав (акцій), які розміщені серед власників (акціонерів), та дають їм право на реалізацію власних майнових прав відносно даного господарського товариства.

Доведено, що задача оцінки ефективності діяльності корпорацій може бути формалізована крізь призму вибору системи показників для кожного окремого критерію оцінки, при цьому в основі повинні бути економічні інтереси різних суб'єктів корпоративних відносин (зацікавлених сторін або стейкхолдерів). Констатовано, що превалюючою управлінською парадигмою сучасних корпоративних фінансів є концепція пріоритетності економічних інтересів власників.

Обґрунтовано, що вартість корпорації є інтегральним показником оцінки ефективності її функціонування. Розроблено теоретичну фінансову модель приросту вартості корпорації. Доведено, що добробут акціонерів є ключовим критерієм, який відображає ефективність діяльності корпорацій. Встановлено, що добробут акціонерів визначається наступними детермінантами: ринкова вартість власного капіталу (та її зміна), грошові потоки між акціонерами та корпорацією, фінансові рішення, які призводять до зміни структури капіталу (виплата дивідендів, викуп акцій, додаткова емісія акцій, конверсія облігацій в акції та ін.), очікування акціонерів, виражені ставкою витрат на власний капітал. Запропоновано вартісно-орієнтований показник зміни реального добробуту акціонерів за період.

1.2. Фінансова реструктуризація як спосіб трансформації фінансової структури корпорацій

В умовах динамічності процесів у внутрішньому і зовнішньому середовищі функціонування будь-якої корпорації, виникає об'єктивна необхідність у пошуку можливостей щодо ефективної і своєчасної перебудови її фінансової діяльності через проведення адекватних стратегічних, тактичних та оперативних трансформаційних змін, які здатні вивести корпорацію на якісно новий рівень розвитку. Одним із домінуючих на сьогоднішній день у теорії та практиці підходів до реалізації структурних перетворень у фінансовій

діяльності корпорацій є фінансова реструктуризація. У країнах з розвинутою ринковою економікою вона є природним і, по суті, безперервним процесом. Проте у вітчизняних умовах фінансова реструктуризація корпорацій хоча і набула значного розповсюдження, але досить часто має хаотичний та несистемний характер.

Як правило, питання щодо необхідності проведення фінансової реструктуризації виникає щоразу, коли корпорація зіштовхується зі зниженням ефективності своєї діяльності. Варто зазначити, що попри значну поширеність категорії «фінансова реструктуризація» у працях вітчизняних та зарубіжних науковців і практиків досі немає однотайності в підходах щодо її розуміння. Більшість дослідників оперують схожими формулюваннями щодо сутності даного поняття, які, як правило, відображають різні характеристики та властивості, що суттєво ускладнює використання фінансової реструктуризації як інструмента управління корпорацією.

При наявності значної полісемії у визначенні сутності категорії «фінансова реструктуризація» актуалізуються питання пошуку універсального підходу щодо трактування даної економічної категорії. Дефініція «фінансова реструктуризація» складається із двох компонентів: «фінансова» та «реструктуризація», які володіючи специфічними індивідуальними характеристиками та властивостями, завдяки інтегрованому поєднанню в єдине ціле і визначають зміст цього процесу.

Розпочнемо з дослідження етимологічного походження категорії «реструктуризація» (*restructuring*), яка запозичена з англійської мови. В перекладі з англійської «реструктуризація» (*restructuring*) – це перебудова структури будь-чого. Термін «реструктуризація» складається з двох основ латинського походження («*re*» і «*structure*»). У англійській мові префікс «*re*», коли він приєднується до латинських основ, виражає значення «до попереднього стану або положення». В той же час структура (від лат. «*structure*» – будова, розміщення, порядок) – сукупність стійких зв'язків об'єкта, що забезпечують його цілісність і відповідність самому собі, тобто збереження

основних властивостей при різноманітних зовнішніх і внутрішніх змінах [42]. Категорію «реструктуризація» (виходячи з етимологічного походження) можна розуміти як зміну існуючої структури та зв'язків об'єкта. Реструктуризація призначена для здійснення перебудови структури та зв'язків об'єкта у вигляді реакції на зміни всередині нього та поза його межами.

Розглядаючи сутнісні характеристики, необхідно зазначити, що реструктуризація – це інструмент теорії управління, тому розвиток даної категорії і суть процесу реструктуризації пов'язані з принципами і підходами, що сформульовані теорією управління. В теорії управління виділяють два наукові підходи: класична теорія менеджменту, що побудована на функціональному підході до управління корпорацією; сучасна теорія менеджменту, що робить акцент на процесний підхід, з точки зору якого підприємство являє собою набір процесів, кожен з яких має власну ціль, яка одночасно є критерієм ефективності даного процесу [43].

З урахуванням особливостей сучасної управлінської теорії, реструктуризацію можна розглядати як інструмент, який призначений для створення оптимальних умов для досягнення поставлених корпорацією цілей. Погляд на реструктуризацію як інструмент управління передбачає сприйняття даної категорії в якості важливого елемента системи управління корпорацією. Термін «система» у звичайному розумінні означає деяку кількість взаємозв'язаних і взаємозалежних частин, об'єднаних у єдине ціле. Як справедливо зазначає Г. Єфімова, відповідно до теорії систем будь-яка система вищого порядку (з великим числом елементів, комплексними зв'язками та складною структурою) формується підсистемами нижчого порядку.

Система «корпорація», яка є досить складним утворенням, також складається з певного числа підсистем, що формуються за єдиною базовою ознакою. Об'єктом реструктуризації виступає той елемент системи «корпорація» (або будь-якої її підсистеми), який безпосередньо зазнає зміни, причому змінюється не сам елемент, а його внутрішня структура – набір певних елементів, що його формують [44, с.172].

В той же час «система управління», яка є невід’ємною компонентною системи «корпорація» передбачає поєднання елементів управління (цілей, завдань, структури, персоналу) у механізм для досягнення цілей і прийняття ефективних рішень. З цієї точки зору реструктуризація є цілеспрямованим процесом трансформації об’єкта управління (складу його елементів, їх функцій, зв’язків та взаємодії між ними) у просторі і у часі, при збереженні базових властивостей об’єкта управління, для досягнення необхідних (оптимальних) його характеристик (рис.1.2) з метою підвищення ефективності функціонування у довгостроковому періоді.

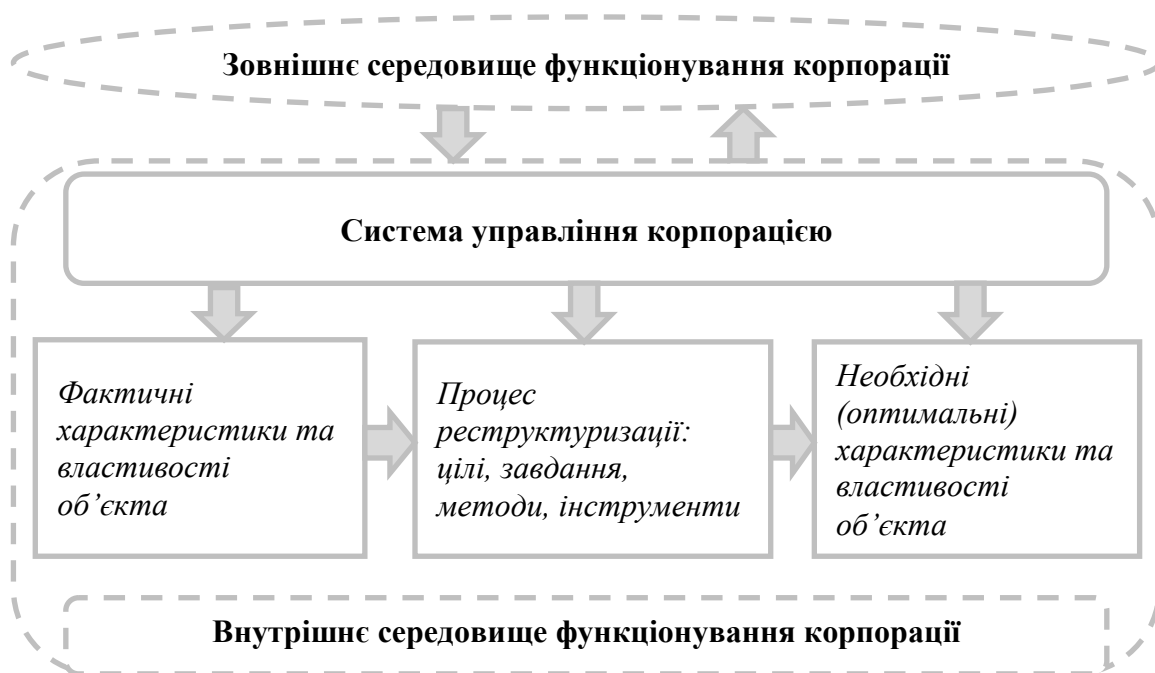


Рис.1.2 Реструктуризація як інструмент трансформації*

*Джерело: Складено автором на підставі власних досліджень

Категорія «реструктуризація» як інструмент управління містить в собі цілий комплекс різноманітних заходів щодо трансформації корпорації як системи в цілому, або окремих її компонентів. На думку Л. Гордієнко поняття трансформації розглядається як процес здійснення системних організаційно-управлінських змін з метою досягнення основних цілей організації [45]. При цьому якість трансформаційних змін в значній мірі детермінується потенціалом трансформації. Як відмічають Б. Бачевський, І. Заблодська та О. Решетняк,

потенціал трансформації визначається як властивість системи піддаватися змінам з метою її вдосконалення з економічно виправданим рівнем витрат на реалізацію, за рахунок зміни конструкції окремих елементів шляхом заміни та модернізації [46, с.365]. При цьому під трансформами, на думку О. Охріменко, розуміються такі особливі інституціонально-економічні форми, через які явища властиві старій системі, перетворюються у ті, що притаманні «новій». Якщо формальні перетворення економічних відносин випереджають їх реальну перебудову, то трансформація перетворюється у деформацію, яка «спотворює» та руйнує сутність нового економічного явища, виступаючи ірраціональною інституційно-економічною формою [47, с.237].

На нашу думку, реструктуризація виступає невід'ємною детермінантою сучасних фінансово-економічних трансформацій будь-якої корпорації. В той же час, однією із найважливіших сфер, які визначають ефективність діяльності корпорацій та потребують трансформації, є сфера її фінансових відносин. Необхідність трансформації зумовлена в першу чергу значними деформаціями внутрішніх та зовнішніх фінансових відносин більшості вітчизняних корпорацій.

У зв'язку з цим, задля підвищення ефективності діяльності вітчизняних корпорацій, на нашу думку, в першу чергу необхідно зосередитись на трансформації їх фінансових відносин за допомогою фінансової реструктуризації. Фінансова реструктуризація виступає універсальним інструментом фінансового управління, за допомогою якого можна провести як фінансове оздоровлення корпорацій, що перебувають у фінансовій кризі, так і підвищити ефективність діяльності прибуткових корпорацій.

Основними індикаторами, що вказують на необхідність проведення фінансової реструктуризації виступають структурні диспропорції, які існують у складі активів, пасивів та грошових потоків корпорацій. Вказані диспропорції виникають внаслідок деформацій фінансових відносин між корпорацією та її зовнішніми і внутрішніми стейкхолдерами. Підвищити ефективність діяльності корпорацій можна лише подолавши (за допомогою

фінансової реструктуризації) деформації фінансових відносин, або ж мінімізувавши їх негативний вплив, якщо повністю виправити деформації не є можливим. Тому фінансова реструктуризація повинна бути спрямована на трансформацію фінансових відносин з внутрішніми та зовнішніми стейкхолдерами, що проводиться з метою підвищення ефективності діяльності корпорації у довгостроковому періоді.

Погляди науковців стосовно сутності дефініції «фінансова реструктуризація» суттєво відрізняються, оскільки більшість вчених концентрують увагу лише на певному сегменті внутрішніх чи зовнішніх фінансових відносин, що суттєво обмежує можливості використання фінансової реструктуризації як способу підвищення ефективності діяльності корпорацій. Найскладнішим і найбільш дискусійним компонентом під час вивчення економічної сутності фінансової реструктуризації є її об'єкт, оскільки фінанси корпорацій є складною системою, яка охоплює практично всі аспекти діяльності корпорацій.

Частина науковців в якості об'єкта фінансової реструктуризації виділяють капітал корпорації, активи, грошові потоки, інші ж – структуру фінансового управління. Фінансова реструктуризація, на думку О. Сарапіної, реалізується у змінах структури капіталу, розмірів і умов залучення позикових засобів і власного капіталу, а особливо в перегляді явних боргів, вона належить до пасивних перетворень. Пасивна реструктуризація одержала назву завдяки двом особливостям: по-перше, короткострокові перетворення зосереджені на найбільш швидкоореалізованих заходах, які не передбачають серйозного втручання у виробничі й організаційні системи підприємства; по-друге, пасивне трансформування стосується в основному тих фінансових статей балансу підприємства, які включаються в пасив балансу [48, с.456].

Фактично об'єктом фінансової реструктуризації згідно поглядів О. Сарапіної є структура капіталу корпорації, яка відображена в пасиві балансу. На нашу думку, капітал корпорації хоча є і основним, проте не єдиним об'єктом фінансової реструктуризації. Крім того у балансі величини

відображаються станом на певну дату, у зв'язку з чим капітал виражений на статичному рівні, а фінанси як відомо є категорією динамічною і в більшій мірі детермінуються відносинами між окремими суб'єктами.

Децо інших поглядів стосовно сутності фінансової реструктуризації корпорацій дотримується М. Білик, яка під фінансовою реструктуризацією вбачає самостійний спосіб досягнення стратегічних фінансових перетворень у процесі реалізації фінансової стратегії. Визначає, що фінансова реструктуризація підприємства – це система фінансово-економічних та інших заходів, спрямованих на реформування його фінансової діяльності і забезпечення досягнення мети його фінансової стратегії шляхом здійснення необхідних перетворень складу його капіталу, активів та грошових потоків, адаптованих до змін кон'юнктури фінансового ринку та інших зовнішніх факторів формування результатів фінансової діяльності [49].

Як бачимо з наведеного визначення фінансова реструктуризація, на думку М. Білик, спрямована на зміни у фінансовій діяльності, які реалізуються шляхом перетворень капіталу, активів та грошових потоків. У зв'язку з цим, об'єкт фінансової реструктуризації суттєво розширюється і окрім фінансового капіталу корпорації до нього включаються і активи (інвестований капітал) та грошові потоки, які є матеріальним вираженням фінансових відносин корпорації. Крім того, важливим є трактування «фінансової реструктуризації», як змін у фінансовій діяльності корпорацій, що суттєво розширює розуміння економічної природи даного поняття.

Проте, на нашу думку, фінансова реструктуризація повинна мати єдиний уніфікований об'єкт, який інтегруватиме в собі основні ключові характеристики притаманні корпоративним фінансам. Таким об'єктом може бути «фінансова структура корпорації». Як показують проведені дослідження, фінансову структуру корпорації можна розглядати з позиції двох підходів:

- фінансовий – визначає фінансову структуру, як сукупність джерел фінансування корпорації, яка детермінується грошовими потоками, структурою капіталу, внутрішніми і зовнішніми фінансовими відносинами корпорації;

- управлінський – визначає фінансову структуру як сукупність центрів фінансової відповідальності корпорації.

У сучасних корпоративних фінансах більшість науковців ототожнює категорії «фінансова структура корпорації» та «структура фінансування корпорації». При цьому традиційно вважається, що на статичному рівні фінансова структура корпорації виражена у її балансі. Баланс виступає важливим інформаційним джерелом, що відображає фінансову структуру корпорації станом на певну дату.

Так, на думку С. Триведі, фінансова структура відображає спосіб, за допомогою якого були профінансовані активи корпорації [50, с.130]. Згідно фінансово-інвестиційного тлумачного словника, фінансова структура – права сторона бухгалтерського балансу корпорації, яка включає всі способи фінансування активів, такі як торгові рахунки до отримання і короткострокові позики, а також довгострокові зобов'язання і акціонерний капітал [51]. Як бачимо з наведених визначень, фінансова структура корпорації фактично ототожнюється зі способом фінансування активів за рахунок комбінації різних джерел фінансування та відображається в пасиві балансу.

На практиці досить часто «фінансова структура корпорації» ототожнюється зі структурою капіталу. Зокрема згідно англomовної інтернет-енциклопедії «Investopedia», фінансова структура – це специфічне поєднання довгострокового боргового і власного капіталу, який корпорація використовує для фінансування своєї діяльності [52]. Ю. Брікхем, М. Ерхардт відносять до структури капіталу звичайні і привілейовані акції, а також позикові засоби – довгостроковий та короткостроковий борг і короткострокову заборгованість, що спонтанно виникає в ході ведення бізнесу [53, с.454]. Тобто у їх баченні до капіталу входять довгострокові та короткострокові джерела фінансування.

В. Суторміна ототожнює структуру капіталу з будовою капіталу, тобто з усіма джерелами фінансування діяльності корпорацій. Такий підхід до визначення структури капіталу знаходить відображення і у роботах В. Стоянової [54, с.167]. На думку І. Бланка, структура капіталу – це

співвідношення всіх форм власних і позикових фінансових ресурсів, які використовуються підприємством у процесі господарської діяльності для фінансування активів [55, с.280].

Проте, на нашу думку, пряме ототожнення «фінансової структури» та «структури капіталу» є не зовсім коректним та потребує уточнення. У зв'язку з цим актуальним є розмежування даних категорій. Найбільш значущі теоретичні та прикладні дослідження, які присвячені структурі капіталу корпорацій, висвітлені в працях таких зарубіжних науковців як: М. Бейкер [56], Р. Брейлі [57], М. Бреннан [58], Дж. Вуглер [59], А. Дамодаран [60], Л. Зінгалес [61], М. Ерхард [62], М. Дженсен [63], Х. Леланд [64], Н. Майлуф [65], С. Маєрс [66], С. Росс [67], С. Тітман [68], І. Уелч [69], Ю. Фама [70], Е. Фішер [71], К. Френч [72], К. Харві [73], М. Харріс [74] та ін.

Проте дослідження проведені зазначеними науковцями в своїй більшості стосуються корпорацій розвинених країн США і Європи, які мають можливість залучати капітал на розвиненому фінансовому ринку. Тому важливо оцінювати результати та висновки проведених досліджень крізь призму специфічних умов функціонування вітчизняної економіки в цілому та фінансового ринку зокрема. Західні теоретики корпоративних фінансів Дж. Ван Хорн та Дж. Вахович вважають, що структура капіталу – це структура довгострокового фінансування, яка представлена облігаціями, привілейованими і звичайними акціями корпорації [75, с.753].

Підтвердження даної думки знаходимо в англomовній бізнес-енциклопедії «Business Encyclopedia», згідно якої структура капіталу включає в себе власний капітал і лише довгострокові зобов'язання. Вона лежить в основі базової вартості корпорації та виражається в балансі між фінансуванням за рахунок власного капіталу та довгострокових зобов'язань. Структура капіталу виражає сукупність довгострокових джерел фінансування таких як статутний капітал включно з резервами та нерозподіленим прибутком, привілейований акціонерний капітал, облігації, довгострокові позики [76]. Важливі напрацювання щодо структури капіталу корпорацій, які функціонують в умовах

трансформаційних економік та ринків капіталу, що розвиваються, можна знайти в працях: М. Берзона [77], І. Бланка [55], І. Івашковської [78], В. Ковальова [79], М. Лімітовського [80], М. Рудика [81], М. Стецька [82], Є. Стоянової [54], Т. Теплової [83], О. Терещенка [84] та ін.

Так М. Берзон і Т. Теплова під структурою капіталу розуміють співвідношення між платними джерелами фінансування, які використовуються корпорацією на постійній основі. До постійних довгострокових джерел фінансування корпорації, які відображають структуру капіталу, традиційно у світовій практиці відносять лише питому вагу власного та довгострокового позикового капіталу (довгострокових зобов'язань).

Проте, як справедливо зазначають М. Берзон і Т. Теплова, в умовах нерозвиненості фінансового ринку перехідних економік та як наслідок відсутності довгострокових джерел фінансування, до категорії капітал варто відносити також платні короткострокові джерела фінансування, які корпорація використовує на постійній основі [77, с.523-524]. Як бачимо, між структурою капіталу і фінансовою структурою є тісний взаємозв'язок, оскільки вони співвідносяться між собою як частина і ціле.

В. Ковальов під терміном «фінансова структура» має на увазі спосіб фінансування діяльності комерційної організації в цілому, тобто структуру всіх джерел фінансування, включаючи короткострокові. До структури капіталу корпорації натомість відносить лише певну частину джерел фінансування – довгострокові пасиви (власний і позиковий капітал) [79, с.847]. Таким чином В. Ковальов чітко розмежовує поняття «фінансова структура» і «структура капіталу», до якої не включає короткострокові джерела фінансування.

Г. Крамаренко зазначає, що термін «фінансова структура» передбачає спосіб фінансування діяльності комерційної організації в цілому, куди включається структура всіх джерел коштів, у тому числі короткострокових [85, с.310]. Таким чином структура капіталу виражає частину фінансової структури, яка репрезентована довгостроковими джерелами фінансування. Фінансова структура більш чутлива ніж структура капіталу до факторів, які впливають на

короткострокові зобов'язання, таких як робочий капітал і грошовий потік, виплата заробітної плати, оплата кредиторської заборгованості та податків. На нашу думку, фінансова структура корпорації (згідно фінансового підходу) – це сукупність всіх джерел фінансування корпорації, яка формується в результаті прийняття фінансових рішень на основі взаємодії з основними групами стейкхолдерів (в першу чергу акціонерами та кредиторами) у процесі внутрішніх та зовнішніх фінансових відносин.

Серед існуючих підходів щодо трактування сутності «фінансової структури корпорацій» можна виділити в окрему складову управлінський підхід до розуміння сутності фінансової структури корпорацій. Управлінський підхід щодо трактування сутності фінансової структури корпорації знайшов своє відображення у працях наступних вітчизняних та зарубіжних науковців та фінансистів-практиків: В. Гамаюнов [86], С. Джерелейко [87], Р. Квасницька [87], С. Ковтун [88], М. Корецький [89], А. Кочнєв [90], В. Мартинюк [89], А. Молвінський [91], М. Тарасюк [92], В. Хруцький [86].

Прихильники зазначеного підходу фактично ототожнюють «фінансову структуру» зі «структурою фінансового управління», яка передбачає виділення окремих інституційних центрів фінансового управління із розподілом фінансових повноважень та закріпленням відповідальності за результати діяльності. Центр фінансової відповідальності – елемент фінансової структури корпорації, який виконує господарські операції у відповідності зі своїм бюджетом і володіє для цього необхідними ресурсами. Бюджет центру відповідальності включає лише підконтрольні керівнику центру відповідальності статті доходів і витрат. Як відмічає А. Молвінський, в якості центру відповідальності як правило виділяють корпорацію в цілому, її окремі структурні підрозділи [91].

С. Ковтун зазначає, що фінансова структура підприємства створюється для управління процесом досягнення цілей і є комбінацією організаційної структури і відповідальності за результати діяльності. Створюючи фінансову структуру, керівництво корпорації повинно поставити чітке завдання – за що і

на якому рівні повинні відповідати підрозділи та їх керівники [88]. На думку А. Кочнева, фінансова структура – це ієрархічна система центрів фінансової відповідальності. Вона визначає порядок формування фінансових результатів і розподіл відповідальності за досягнення спільного результату компанії. Фінансова структуризація дозволяє вести внутрішню облікову політику, відслідковувати рух ресурсів всередині компанії і оцінювати ефективність бізнесу в цілому і його складових частин. Інакше кажучи, наявність фінансової структури дозволяє керівництву компанії бачити хто за що відповідає, дозволяє оцінювати, контролювати і координувати діяльність підрозділів, допомагає розробити дієву систему мотивації працівників [90].

Подібне трактування фінансової структури корпорації можемо знайти у В. Мартинюка та М. Корецького, які відмічають, що фінансова структура – це сукупність центрів фінансового обліку і зв'язків між ними, що дозволяє оцінити внесок центру фінансового обліку в загальний фінансовий результат підприємства, визначити частку їх відповідальності за ефективність і доцільність використання заробленого прибутку окремими центрами фінансового обліку і підприємства в цілому [89, с.193]. В. Хруцький, В. Гамаюнов визначають фінансову структуру компанії як набір бізнесу та (або) інших сфер фінансової відповідальності (за доходи і витрати, лише за витрати, за певні фінансові показники тощо), розподілених між структурними підрозділами даної компанії [86, с.220].

Фінансова структура, згідно управлінського підходу, є поглядом на організаційну структуру крізь призму створення фінансово-економічних результатів діяльності та відповідальності за них окремих підрозділів корпорації. В. Хруцький, В. Гамаюнов наголошують на різноманітності центрів відповідальності у складі фінансової структури підприємства: центри фінансової відповідальності (ЦФВ); центри фінансового обліку (ЦФО); місця виникнення витрат (МВВ). При цьому підкреслюється, що всі інші види структурних підрозділів, можна віднести до однієї з цих груп. Основні типи центрів фінансової відповідальності (ЦФВ) наведені в табл. 1.2.

Основні типи центрів фінансової відповідальності (ЦФВ) [86]

Тип ЦФВ	Сфера відповідальності	Цільові показники діяльності ЦФВ	Може включати наступні типи ЦФВ	Може входити в наступні типи ЦФВ
Центр доходів	Керівник центру доходів несе відповідальність за розмір виручки компанії	Дохід, отриманий від діяльності ЦФВ	Центр доходів	Центр прибутку
Центр прибутку	Керівник володіє повноваженнями, які дозволяють приймати управлінські рішення від яких залежить прибуток компанії	Прибуток, отриманий від діяльності ЦФВ	Центр доходів, центр нормативних витрат, центр витрат, центр прибутку	Центр прибутку, Центр інвестицій
Центр витрат	Керівник відповідає за дотримання запланованого рівня витрат	Витрати ЦФВ	Центр нормативних витрат, центр витрат	Центр прибутку, центр витрат
Центр інвестицій	Керівник відповідає за ефективність інвестицій	Віддача на інвестиції ROI	Центр доходів, центр витрат, центр прибутку, центр інвестицій	Центр інвестицій

Як бачимо з табл. 1.2, центри фінансової відповідальності різних рівнів утворюють ієрархію, в якій наприклад центр прибутку може включати в себе центри доходів, центри витрат, а також інші центри прибутку. В свою чергу центр прибутку може входити в центр інвестицій в якості підлеглого ЦФВ. На практиці досить часто виділяють два типи фінансових структур в корпораціях:

- багаторівнева лінійна (найбільш розповсюджена на вітчизняних корпораціях та передбачає розробку ієрархії центрів фінансової відповідальності: центри нульового рівня, першого та другого рівнів);

- матрична (окрім центрів відповідальності включає підрозділи, що відповідають за пряме управління певними видами витрат - функціональні центри, з повною відповідальністю, з обмеженою відповідальністю та ті що здійснюють моніторинг).

Основним завданням фінансової структури, на думку А. Молвінського, є розподіл відповідальності і повноважень між менеджерами по управлінню доходами і витратами, активами, зобов'язаннями і капіталом підприємства, а також рядом нефінансових показників. Розподіл повноважень і функцій в корпорації регламентує організаційно-функціональна структура [91]. А. Кочнев наводить наступні основні відмінності фінансової і організаційної структур:

- фінансова структура будується на основі економічних і фінансових відносин між центрами фінансової відповідальності. Організаційна структура – на основі функціональної спеціалізації підрозділів організації. Тому, наприклад, в центрі витрат групуються витрати певного виду, а в підрозділі організаційної структури групуються функції;

- фінансова структура відображає ієрархію відповідальності за досягнення цільових фінансових показників. Організаційна структура – ієрархію підпорядкованості;

- при побудові організаційної структури можливі «політичні» компроміси і вплив особистісних факторів. При побудові фінансової структури до уваги беруться лише реалії бізнесу [90].

Узагальнивши існуючі теоретичні концепції в рамках управлінського підходу щодо змісту фінансової структури корпорації можна виділити наступні її сутнісні характеристики:

- фінансова структура розробляється корпорацією з урахуванням її організаційної структури, специфіки господарської діяльності та руху грошових коштів;

- фінансова та організаційна структури не є тотожними поняттями, оскільки створюються з різною метою, зокрема організаційна структура забезпечує організаційне управління корпорацією, а фінансова структура є механізмом фінансового управління;

- фінансова структура є системою взаємопов'язаних елементів (центрів фінансової відповідальності), в яких формуються певні фінансово-економічні показники діяльності корпорації;

- для фінансової структури підприємства характерною є ієрархія її елементів, тобто в залежності від місця знаходження в ієрархії фінансової структури підприємства керівники центрів фінансової відповідальності контролюють різні показники з різним ступенем агрегованості.

Враховуючи викладене, під фінансовою структурою корпорації (з позиції управлінського підходу) пропонуємо розуміти чітку ієрархічну систему центрів фінансової відповідальності, що детермінує порядок формування фінансових результатів та розподіл відповідальності за досягнення бажаного фінансового результату діяльності корпорації, надаючи кожному з них управлінські повноваження і необхідне для їх реалізації ресурсне забезпечення. Вона дозволяє відслідковувати рух ресурсів всередині корпорації, оцінювати ефективність бізнесу в цілому та за окремими структурними підрозділами.

На практиці досить часто фінансова і організаційна структури не співпадають. Якщо відмінність між ними є великою, то виникають серйозні управлінські проблеми, оскільки картина бізнесу, яку формує управлінський облік, побудований на фінансовій структурі, не співпадає зі структурою управління підприємством, що базується на організаційній структурі. Щоб система управління підприємства була адекватна бізнесу необхідно організаційну структуру на скільки це можливо приводити у відповідність з фінансовою структурою.

В результаті можна дійти висновку, що система управління тісно пов'язана з процесом фінансової реструктуризації. З одного боку система управління є суб'єктом, який забезпечує реалізацію процесу фінансової реструктуризації, а з іншого – сама система управління може бути об'єктом фінансової реструктуризації в процесі формування ефективної структури фінансового управління.

Такий підхід підтримує Я. Драмарецька, яка розглядає фінансову реструктуризацію як процес формування ефективної фінансової бізнес-структури підприємства реального сектору економіки, що спрямований на підвищення вартості активів корпорації, її конкурентоспроможності на базі

створення центрів фінансової відповідальності, що мають різний ступінь підконтрольності з розподілом діяльності підприємства на типові фінансово-аналітичні цикли [93]. Як бачимо, згідно поглядів Я. Драмарецької, процес фінансової реструктуризації спрямований на формування ефективної структури фінансового управління, що базується на створенні центрів фінансової відповідальності. Фактично в даному підході виражається інституційно-управлінський аспект фінансової реструктуризації.

На нашу думку, з метою визначення цільового об'єкта фінансової реструктуризації важливим є поєднання фінансового та управлінського підходів щодо розуміння сутності фінансової структури корпорацій. До фінансової структури як об'єкта фінансової реструктуризації на статичному рівні пропонуємо включити капітал (фінансовий та інвестований в активи), поточні зобов'язання та структуру фінансового управління. З метою наочного відображення процесу фінансової реструктуризації корпорації (на основі взаємодії суб'єктів та об'єктів фінансової реструктуризації) побудуємо рис.1.3, на якому відобразимо характер взаємодії структури фінансового управління (та її перебудови) з ключовими стейкхолдерами стосовно конкретних елементів фінансової структури в процесі фінансової реструктуризації.

Стрілками на рис.1.3 позначені інформаційно-управлінські, товарно-матеріальні та грошові потоки, які виникають у процесі фінансової реструктуризації корпорацій. Значний плюралізм думок науковців присутній також у визначенні мети та необхідності проведення фінансової реструктуризації. Частина науковців ототожнює необхідність проведення фінансової реструктуризації з потребою у покращенні фінансового стану, інші ж – з оптимізацією структури капіталу, врегулюванні проблем із заборгованістю тощо.

З огляду на вищезазначене, видається доцільним формування єдиної мети, що поєднуватиме у собі цільове спрямування діючих підходів до визначення сутності фінансової реструктуризації корпорацій. Мета проведення фінансової реструктуризації з одного боку максимально повинна враховувати

суть даного процесу, а з іншого – знаходитись у кореспонденції з основною метою фінансового менеджменту (максимізація добробуту акціонерів).

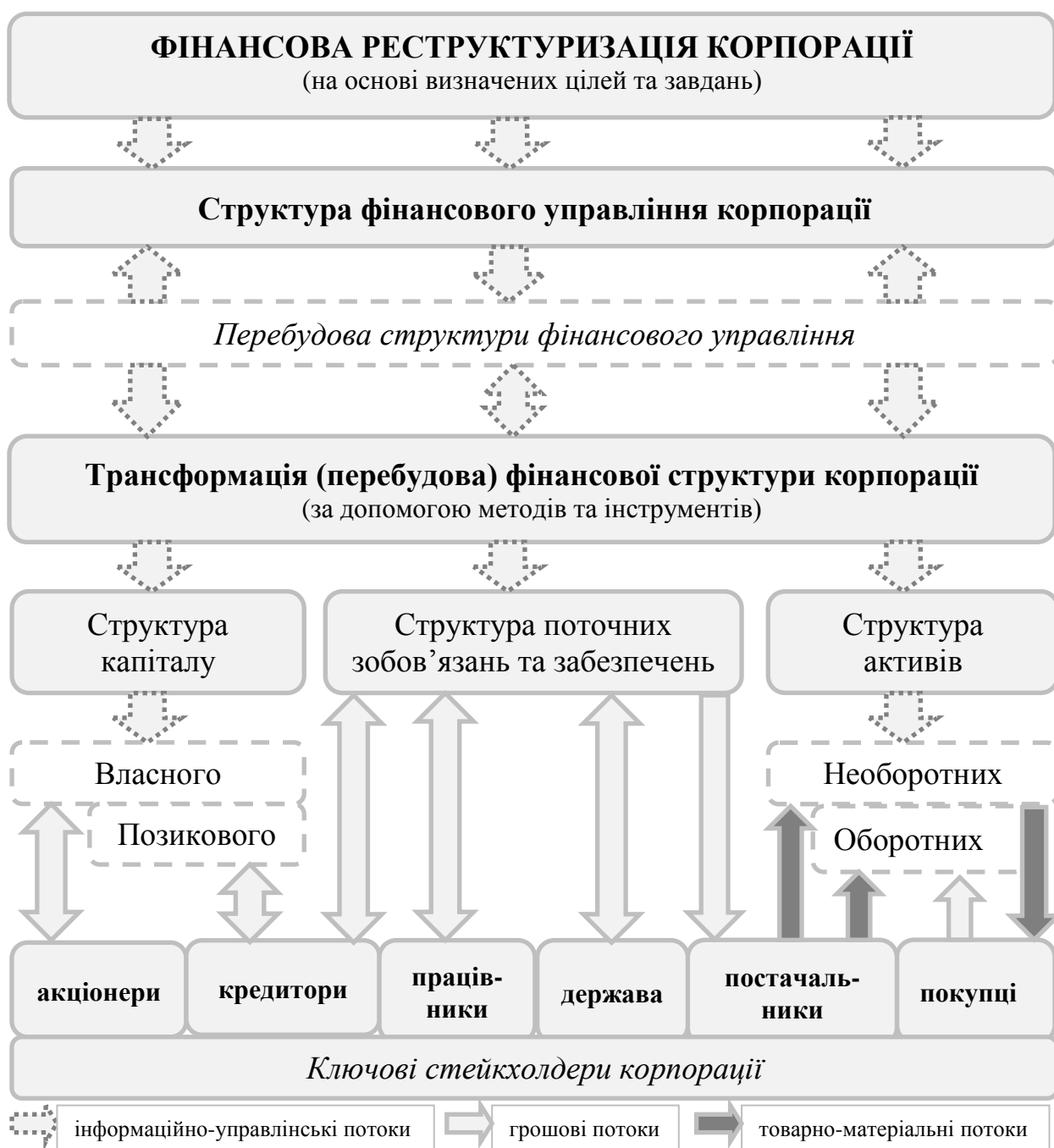


Рис.1.3 Інституційно-фінансова схема процесу фінансової реструктуризації*

*Складено автором

Так, Л. Остапенко визначає фінансову реструктуризацію підприємства як систему заходів, яка спрямована на комплексне поліпшення фінансового стану підприємства за рахунок управління пасивами підприємства, інвестиціями та

заборгованістю [94]. На думку А. Оловянішнікова, головною метою проведення фінансової реструктуризації є покращення фінансових показників і упорядкування активів [95, с.136]. Проте, на нашу думку, позиція, яка передбачає, що фінансова реструктуризація спрямована на поліпшення фінансового стану привносить суттєву плутанину в розуміння сутності фінансової реструктуризації, оскільки не передбачає чітких орієнтирів необхідності її проведення.

Разом з тим, на практиці необхідність у проведенні фінансової реструктуризації пов'язана в першу чергу з тим, що більшість вітчизняних підприємств мають значну заборгованість, яка виникла внаслідок ризикової кредитної політики, соціально-економічних потрясінь та в результаті макроекономічної нестабільності і тотальної кризи неплатежів у економіці. Як зазначають О. Кравчук та В. Лещук, фінансова реструктуризація може передбачати відстрочення погашення заборгованості, зниження процентної ставки по ній, визначення більш вигідної схеми її погашення, використання інших прийомів покращення фінансового стану, наприклад конвертацію заборгованості або її частки у цінні папери підприємства. В окремих випадках підприємство проводить дії з отримання від кредиторів нових позичок, кредитів або гарантій [96, с.270].

О. Сарапіна відзначає, що фінансова реструктуризація – це комплекс заходів щодо погашення простроченої заборгованості підприємства перед бюджетом, спрямований на зміну структури власного капіталу та зобов'язань підприємства з метою його фінансового оздоровлення і підвищення інвестиційної привабливості [97]. Як бачимо з наведеного підходу, на практиці фінансова реструктуризація досить часто ототожнюється із реструктуризацією заборгованості, що фактично відповідає найбільш гострій проблемі вітчизняних корпорацій в умовах платіжної кризи. Проте, на нашу думку, варто зазначити, що лише реструктуризацією заборгованості не обмежується увесь функціонал фінансової реструктуризації.

Як справедливо відзначає Д. Леонов, вона передбачає комплексний перегляд усіх інструментів фінансового менеджменту, основними з яких можуть бути: визначення центрів прибутковості і, відповідно, центрів фінансової відповідальності на підприємстві; розробка та впровадження системи бюджетування (технології планування, обліку та контролю за грошовими потоками і фінансовими результатами) адаптованої до визначеної системи центрів фінансової відповідальності підприємства; впровадження постійно діючої системи фінансового аналізу; менеджмент структури капіталу підприємства (управління співвідношенням власного та позикового капіталу і вартістю капіталу); менеджмент залучення позикових коштів; менеджмент управління вільними коштами; менеджмент дебіторської та кредиторської заборгованості; емісійний менеджмент (управління випуском цінних паперів підприємства); страхування ризиків [98].

Усі зазначені інструменти фінансової реструктуризації спрямовані у першу чергу на трансформацію фінансових відносин корпорації. Зокрема, О. Сарапіна під фінансовою реструктуризацією розуміє комплекс засобів щодо оптимізації взаємин підприємства з його фінансовими контрагентами (кредиторами й боржниками) з метою підвищення ефективності використання власного капіталу [99]. З наведеного визначення бачимо, що фінансова реструктуризація повинна проводитись з метою підвищення ефективності використання власного капіталу, тобто в інтересах акціонерів, що в значній мірі корелює з головною метою корпоративного фінансового менеджменту. Проте заходи згідно даного підходу обмежуються лише взаємодією з фінансовими контрагентами, якими є кредитори і боржники підприємства, що суттєво обмежує можливості щодо її використання як способу підвищення ефективності діяльності корпорацій.

На думку В. Мисаченко та В. Ігнатова, фінансова реструктуризація необхідна в тому випадку, коли фінансове забезпечення, фінансове регулювання і фінансове стимулювання не виконують своїх функцій, що негативно відображається на фінансовому стані підприємства і свідчить про низьку ефективність управління фінансами. При цьому недоліками системи

управління фінансами можуть бути: незадовільний стан фінансового планування; нечітко сформовані фінансові цілі; немає єдиної фінансово-економічної стратегії; відсутня інформація про рентабельність окремих видів господарської діяльності, продукції, робіт, послуг; недостатнє техніко-економічне обґрунтування інвестицій; низький рівень фінансового обліку і контролю. Все це в сукупності призводить до дефіциту фінансових ресурсів, погіршення економічного становища корпорації [100, с.254].

Головною ціллю фінансової реструктуризації, на думку Я. Драмарецької, є зміна структури фінансових і економічних взаємовідносин як всередині корпорації так і з зовнішніми контрагентами для досягнення максимального ефекту від використання оборотних засобів, фінансових важелів, оптимізації грошових коштів і оподаткування [93]. Як справедливо зазначають В. Мисаченко і В. Ігнатов, при фінансовій реструктуризації досить часто відбуваються зміни не лише у структурі капіталу підприємства, але і можливі зміни у складі активів корпорації, вона прагне до оптимізації організаційної структури. Фінансова реструктуризація спрямована на вирішення стратегічних завдань та на підвищення ефективності діяльності корпорацій [100, с.255].

Дещо інший підхід пропонують О. Терещенко та Н. Волошанюк, які фінансову реструктуризацію підприємства визначають як комплекс фінансово-економічних заходів, спрямованих на оновлення фінансової структури підприємства та системи управління фінансами з метою збільшення ринкової вартості компанії на основі удосконалення фінансово-економічних відносин підприємства та ефективного використання потенціалу синергії [101].

Отже, узагальнюючи наявні наукові підходи стосовно сутності фінансової реструктуризації корпорації можна виділити наступні цілі її проведення: досягнення мети фінансової стратегії підприємства (М. Білик); підвищення ефективності використання власного капіталу (О. Сарапіна); поліпшення фінансового стану (В. Мартиненко, І. Вербіцька, О. Кравчук, В. Лещук, Л. Остапенко, А. Оловянішніков); підвищення вартості активів корпорації та її конкурентоспроможності (Я. Драмарецька); збільшення ринкової вартості

компанії та ефективне використання потенціалу синергії (О. Терещенко, Н. Волошанюк). На нашу думку, мета проведення фінансової реструктуризації повинна бути підпорядкована основній меті фінансового менеджменту, якою (як відзначалось у пункті 1.1 дисертації) є максимізація добробуту акціонерів. Добробут акціонерів в межах дисертаційної роботи трактується у вузькому значенні та визначається як рівень фінансового благополуччя та матеріального достатку акціонерів, що формується в результаті економічних відносин, які виникають між акціонерами і корпорацією.

За допомогою методів фінансової реструктуризації можна впливати як на поточну (в першу чергу це виплата дивідендів, викуп акцій корпорацією, поточна емісія додаткових акцій, конверсія боргу у власність) так і на довгострокову (ринкова вартість корпорації, емісія нових акцій у майбутньому) складові добробуту акціонерів. Враховуючи вищезазначене, пропонуємо довгостроковою стратегічною метою проведення фінансової реструктуризації корпорації визначити максимізацію добробуту акціонерів.

При цьому на оперативно-тактичному рівні зазначена стратегічна мета може бути формалізована через систему взаємопов'язаних оперативних та тактичних цілей фінансового управління, які забезпечують досягнення стратегічної мети проведення фінансової реструктуризації. Визначення прикладних оперативно-тактичних цілей залежить з одного боку від сфери фінансової структури корпорації, яка піддається реструктуризації, а з іншого – від специфіки методів та інструментів, які використовуються у процесі фінансової реструктуризації. Враховуючи вищезазначене, пропонуємо виділяти наступні види фінансової реструктуризації за термінами та масштабами застосовуваних заходів:

- оперативна фінансова реструктуризація – спрямована на забезпечення стабільної платоспроможності та ліквідності. Досягається шляхом реструктуризації дебіторської і кредиторської заборгованості та трансформації грошових потоків від операційної діяльності;

- тактична фінансова реструктуризація – спрямована на забезпечення фінансової стійкості та рівноваги. Досягається шляхом реструктуризації фінансового капіталу, через трансформацію грошових потоків від фінансової та інвестиційної діяльності;

- стратегічна фінансова реструктуризація – спрямована на забезпечення приросту добробуту акціонерів у довгостроковому періоді. Досягається мінімізацією витрат на капітал і оптимізацією його структури, фінансовими та інвестиційними рішеннями, які підвищують ринкову вартість корпорації.

У фінансовій теорії і практиці, як правило, фінансову реструктуризацію на оперативному-тактичному рівні більшість науковців пов'язують із попередженням та усуненням кризових явищ, необхідністю вирішення поточних проблем неліквідності, фінансової залежності та неплатоспроможності корпорації. Поряд з цим, у випадку, коли корпорація не знаходиться у кризовому стані, процес проведення фінансової реструктуризації повинен мати довгостроковий стратегічний характер і розглядатись як засіб ефективнішого використання фінансового потенціалу корпорації, збільшення її вартості та добробуту акціонерів.

Підсумовуючи вищенаведене, у прикладному значенні фінансову реструктуризацію пропонуємо розглядати як процес перебудови фінансової структури корпорації за допомогою фінансово-економічних і організаційно-правових методів та інструментів, який спрямований на максимізацію добробуту акціонерів та збалансування інтересів інших стейкхолдерів у довгостроковому періоді.

Тобто з одного боку фінансова реструктуризація повинна забезпечити оптимізацію структури джерел фінансування корпорації та фінансових відносин, що з ними пов'язані, а з іншої сторони – забезпечити ефективне використання інвестованого капіталу шляхом формування раціональної структури капіталу та грошових потоків. Крім того вона повинна бути спрямована на побудову ефективної структури фінансового управління, яка дозволить раціонально розподілити повноваження і відповідальність щодо

формування фінансових результатів корпорації між різними ланками системи управління. Фінансово-економічним наслідком, або ж результатом проведення фінансової реструктуризації повинно стати підвищення ефективності діяльності корпорацій, що проявляється у збільшенні фінансових результатів, зростанні (збереженні) ринкової вартості корпорації та максимізації добробуту акціонерів.

1.3. Методичне обґрунтування взаємозв'язку фінансової реструктуризації та показників ефективності корпорацій

У сучасних умовах господарювання корпоративний сектор економіки потребує розробки системи показників, які визначатимуть ефективність діяльності окремої корпорації чи галузі. З одного боку вони необхідні для того, щоби у фінансових менеджерів були орієнтири оцінки ефективності реалізації поставлених цілей та завдань, з іншого – інвесторам для того, щоби вони мали можливість побачити дохідність інвестованого в корпорацію капіталу.

Усі показники ефективності діяльності корпорацій можна умовно поділити на наступні групи: абсолютні показники фінансової результативності (валовий, операційний та чистий прибуток), відносні показники рентабельності (рентабельність активів, реалізації продукції, власного та інвестованого капіталу), вартісно-орієнтовані показники (економічна додана вартість, додана ринкова вартість, додана грошова вартість та ін.), ринкові показники (ринкова капіталізація) та показники, що відображають зміну добробуту акціонерів.

До абсолютних показників фінансової результативності відносять: валовий прибуток/збиток (*Gross Profit, GP*), операційний прибуток/збиток (*Operating Profit, OP*) або прибуток/збиток до сплати відсотків та податків (*Earnings before interest and Taxes EBIT*), прибуток/збиток до оподаткування (*Earnings before Tax, EBT*), чистий операційний прибуток/збиток після оподаткування (*Net Operating Profit after Taxes, NOPAT*), чистий

прибуток/збиток (*Net Income, NI*), прибуток/збиток на одну акцію (*Earnings per share, EPS*), дивіденд на акцію (*Dividend per Share, DPS*). Останні два показники фінансової результативності особливо важливими є для акціонерів, оскільки впливають на рівень їх поточного добробуту.

Проте самі по собі абсолютні величини, що характеризують розмір отриманого корпорацією прибутку не дають можливості об'єктивно оцінити чи ефективно працює корпорація. Світова практика доводить, що факт отримання корпорацією прибутку, не є свідченням її ефективної діяльності, оскільки саме по собі отримання прибутку у звітному періоді не забезпечує передумов для його отримання в майбутньому, крім того не менш важливим є те, щоби господарська діяльність корпорації приносила дохід, що покриває витрати на капітал, який у неї інвестований.

Хоча збільшення реального добробуту акціонерів відбувається завдяки отриманню доходу від володіння акціями (отримання дивідендів і приріст вартості акцій), проте джерелом цього доходу виступає чистий прибуток, а майбутня ринкова вартість акцій визначається потенційною прибутковістю корпорації у наступних періодах, яка в значній мірі забезпечується за рахунок реінвестованого прибутку, що залишився в розпорядженні корпорації після виплати дивідендів. Відносні показники фінансової результативності (або показники рентабельності) показують скільки одиниць прибутку/збитку генерує корпорація на одну гривню реалізованої продукції, активів, власного капіталу, тощо.

До основних показників рентабельності, які показують віддачу на вкладений акціонерами та кредиторами капітал, відносять: рентабельність активів (*return on assets, ROA*), рентабельність інвестованого капіталу (*return on invested capital, ROIC*), рентабельність чистих активів (*return on net assets, RONA*), рентабельність власного капіталу (*return on equity, ROE*), рентабельність реалізованої продукції (*return on sales, ROS*). Коефіцієнтів рентабельності є значно більше ніж ті, що наведені, крім цього вони можуть розраховуватись на базі окремих видів прибутку (валового, операційного та

чистого). Рентабельність відображає економічну ефективність використання інвестованого в корпорацію капіталу. Варто відмітити той факт, що самі по собі коефіцієнти рентабельності лише показують фактичний рівень економічної ефективності і не відображають вплив операційних та фінансових факторів, за рахунок яких даний ефект був досягнутий. Усунути даний недолік дозволяє винайдена Д. Брауном у 1914 році факторна модель рентабельності, яка отримала назву DuPont (одноіменна назва компанії, в якій працював розробник). В даній моделі відображено вплив рентабельності реалізації продукції (ROS) і оборотності активів (S/A) на їх рентабельність (ROA) (1.19):

$$ROA = EBIT/S \times S/A \quad (1.19)$$

Важливою перевагою моделі DuPont є можливість декомпозиції результуючого показника рентабельності. Крім того розширений варіант моделі DuPont розкриває взаємозв'язок між коефіцієнтами рентабельності, в ній здійснюється поступовий перехід від рентабельності реалізації продукції (ROS) до рентабельності активів (ROA), рентабельності інвестованого капіталу ($ROIC$), а згодом і до рентабельності власного капіталу (ROE) (1.20):

$$ROS \rightarrow ROA \rightarrow ROCE \rightarrow ROE \quad (1.20)$$

Ефективність діяльності корпорацій з позиції акціонерів доцільно розглядати як співвідношення фінансового результату, отриманого у процесі фінансово-господарської діяльності до інвестованого в діяльність корпорації капіталу. Тому здійснюється поступовий перехід від рентабельності активів (ROA) до рентабельності інвестованого капіталу ($ROIC$), що характеризує ефективність використання капіталу (власного і позикового) (1.21):

$$ROIC = \frac{NOPAT}{E+D} = \frac{EBIT}{A} \times \frac{NOPAT}{EBIT} \times \frac{A}{E+D} \quad (1.21)$$

Як відмічає О. Литнев, рентабельність інвестованого капіталу ($ROIC$) можна декомпонувати за основними факторами, які здійснюють вплив на її формування [102, с.163]. При цьому в моделі здійснюються наступні перетворення (1.22; 1.23). Дані перетворення дозволяють ввести в модель коефіцієнт податкової свободи ($1 - t$) та його вплив на операційний прибуток.

$$\frac{NOPAT}{EBIT} = EBIT \times \frac{1-t}{EBIT} = (1-t) \quad (1.22)$$

$$\frac{A}{E+D} = \frac{E+D+CL}{E+D} = 1 + \frac{CL}{E+D} \quad (1.23)$$

Таке перетворення коефіцієнта структури капіталу дозволяє виділити вплив операційних поточних зобов'язань (*current liabilities, CL*) на рентабельність інвестованого капіталу (*ROIC*) та ставки податку на прибуток (*t*). Підставивши перетворені вирази у модель 1.21, остання стане чотирьохфакторною та набуде наступного вигляду (1.24):

$$ROIC = \frac{EBIT}{S} \times \frac{S}{A} \times (1-t) \times \left(1 + \frac{CL}{E+D}\right) \quad (1.24)$$

Як бачимо з наведеної вище моделі, на рівень рентабельності інвестованого капіталу (*ROIC*) впливають наступні фактори:

- рентабельність реалізації продукції (*ROS*),
- коефіцієнт оборотності активів (*S/A*),
- коефіцієнт податкової свободи ($1-t$),
- коефіцієнт операційних поточних зобов'язань ($1 + CL/(E+D)$).

Далі виразимо рентабельність власного капіталу (*ROE*) через рентабельність інвестованого капіталу (*ROIC*) (1.25):

$$ROE = \frac{NI}{E} = \frac{NOPAT}{E+D} \times \frac{NI}{NOPAT} \times \frac{E+D}{E} \quad (1.25)$$

При цьому в моделі здійснюються наступні перетворення (1.26):

$$\frac{NI}{NOPAT} = EBIT - I \times \frac{1-t}{EBIT \times 1-t} = 1 - \frac{I}{EBIT}; \frac{E+D}{E} = 1 + D/E \quad (1.26)$$

Підставивши перетворені вирази у модель вона стане шестифакторною та отримає наступний вигляд (1.27) [103, с.107]:

$$ROE = \frac{EBIT}{S} \times \frac{S}{A} \times \left(1 - \frac{I}{EBIT}\right) \times 1-t \times \left(\left(1 + \frac{CL}{E+D}\right) \times \left(1 + \frac{D}{E}\right)\right) \quad (1.27)$$

Таким чином на рентабельність власного капіталу (*ROE*) впливають:

- рентабельність реалізації продукції ($ROS = EBIT/S$),
- оборотність активів ($TA = S/A$),
- коефіцієнт фінансових витрат ($K_{FC} = 1 - \frac{I}{EBIT}$)
- коефіцієнт податкової свободи ($K_t = 1-t$)

- коефіцієнт операційних поточних зобов'язань ($K_{CL} = 1 + CL/(E + D)$)
- коефіцієнт фінансової залежності ($K_{FL} = 1 + \frac{D}{E}$).

Після розподілу рентабельності власного капіталу на відповідні фінансові коефіцієнти, запропонована автором шестифакторна модель рентабельності власного капіталу набуде наступного вигляду (1.28):

$$ROE = ROS \times TA \times K_{FC} \times K_t \times K_{CL} \times K_{FL} \quad (1.28)$$

У даній моделі відношення ($EBIT/S$) є рентабельністю реалізації продукції (ROS), тому зростання даного показника однозначно може бути охарактеризовано як позитивна тенденція, що свідчить про підвищення результативності корпорації та зростання (ROE). Відношення (S/A) є коефіцієнтом оборотності активів (TA). Зростання даного показника є свідченням підвищення ефективності використання активів і навпаки, якщо оборотність активів (TA) зменшується, це негативно відображається на результативності діяльності корпорації та ROE .

Коефіцієнт податкової свободи (K_t) відображає сукупний вплив податку на прибуток на фінансовий результат корпорацій. При цьому чим ближче значення даного коефіцієнта до 1, тим меншим є дане податкове навантаження. Якщо ж даний коефіцієнт дорівнює одиниці, то корпорація не сплачує податку на прибуток взагалі. У зв'язку з цим зменшення даного коефіцієнта податкової свободи (виходячи зі специфіки розрахунку) негативно впливає на рентабельність власного капіталу і навпаки.

Коефіцієнт фінансових витрат (K_{FC}) показує як фінансові витрати впливають на операційний прибуток, при цьому чим більшими будуть фінансові витрати, тим меншим буде коефіцієнт фінансових витрат, при цьому максимальне його значення дорівнює 1, що відображає повну відсутність фінансових витрат, при значенні даного показника 0 фінансові витрати дорівнюють операційному прибутку ($EBIT$), за від'ємного значення перевищують його.

Коефіцієнт операційних поточних зобов'язань (K_{CL}) показує вплив на рентабельність власного капіталу безоплатної короткострокової складової джерел фінансування корпорації. Виходячи з логіки розрахунку даного показника, можна дійти висновку, що він здійснює позитивний вплив на рентабельність власного капіталу (ROE). При цьому, якщо операційних поточних зобов'язань немає, то $K_{CL} = 1$. Чим більшою буде питома вага операційних поточних зобов'язань в структурі джерел фінансування корпорацій ($CL/(E + D)$), тим більшим буде значення рентабельності власного капіталу (ROE).

Що ж стосується коефіцієнта фінансової залежності (K_{FL}) моделі DuPont, який характеризує структуру капіталу, то він має двоїстий вплив на ефективність діяльності корпорацій. З одного боку його зростання збільшує ROE , проте разом із цим зростає фінансовий ризик корпорації, який збільшується в міру зростання частки позикового капіталу у структурі сукупного капіталу корпорації.

З іншого боку, коли даний фактор зменшується при цьому одночасно зменшується і ROE , проте суттєво знижується фінансовий ризик корпорації та підвищується її фінансова стійкість. Отже, методичний підхід, який закладений в основі моделі DuPont дозволив виділити шість основних факторів впливу на рентабельність власного капіталу, що поєднало в одну систему та дало можливість кількісно оцінити вплив фундаментальних фінансових факторів на один з ключових критеріїв ефективності діяльності корпорацій.

В теорії і практиці сучасних корпоративних фінансів актуальною проблемою є теоретико-методичне обґрунтування впливу фінансової реструктуризації на ефективність діяльності корпорацій. Прагматика обґрунтування впливу процесу фінансової реструктуризації на ефективність діяльності корпорацій зводиться до того, яким чином цілеспрямована перебудова фінансової структури корпорації (або окремих її компонентів) впливає на добробут акціонерів (або окремі складові які його визначають).

На думку В. Ковальова, від стану фінансові структури та тенденцій її зміни в значній мірі залежить добробут корпорації. Вказані зміни можуть носити спонтанний характер, проте критично важливі тенденції формуються цілеспрямовано, а основним інструментом їх формування є проекти фінансування. В явному або завуальованому вигляді ці проекти постійно реалізуються в будь-якій корпорації, оскільки більшість управлінських рішень фінансового характеру в тій чи іншій мірі пов'язані з появою джерел фінансування, їх погашенням або зміною [104, с.13].

Як зазначалось раніше, за допомогою методів фінансової реструктуризації можна впливати як на поточну (виплата дивідендів, викуп акцій корпорацією, поточна емісія додаткових акцій, конверсія боргу у власність) так і на довгострокову (ринкова вартість корпорації, емісія нових акцій у майбутньому) складові добробуту акціонерів. Враховуючи вищенаведене можна констатувати, що по суті фінансова реструктуризація є інструментом, який дозволяє регулювати поточний та довгостроковий добробут акціонерів.

Реальний добробут акціонерів змінюється під впливом змін у грошових потоках між ними і корпорацією, змін у ризиках та очікуваннях акціонерів, які призводять до реального зростання (руйнування) ринкової вартості власного капіталу (ф-ла 1.18). Враховуючи специфіку складових, які формують добробут акціонерів, та основні характеристики фінансової структури корпорацій, варто відзначити, що одні методи фінансової реструктуризації прямо впливають на добробут акціонерів (особливо на поточний), інші ж – опосередковано. До методів фінансової реструктуризації, які визначають поточний добробут акціонерів, належать ті, що безпосередньо впливають на зміну обсягу грошових потоків між корпорацією та акціонерами.

Грошові потоки між акціонерами і корпорацією з одного боку пов'язані із вкладенням акціонерами грошових коштів до статутного капіталу шляхом купівлі акцій під час її створення або в процесі приватизації. В цьому випадку грошові кошти рухаються від акціонерів до статутного капіталу корпорації (або

до держави у випадку приватизації діючої корпорації). Поточний добробут акціонерів, який визначався сумою наявних в них грошей, після купівлі акцій корпорації починає визначатися їх вартістю. Також зменшує поточний добробут акціонерів купівля акцій у випадку їх додаткової емісії корпорацією.

Ще однією фінансовою операцією, яка може в значній мірі зменшити поточний добробут акціонерів є конверсія боргових зобов'язань в акції корпорації. У цьому випадку акціонерам доводиться поділитися частиною акцій корпорації з її кредиторами, фактично віддавши їм право на частину вартості корпорації. З іншого боку, поточний добробут акціонерів може збільшуватись у випадку виплати корпорацією дивідендів або зворотнього викупу акцій. Зазначені фінансові операції з одного боку визначають поточні грошові потоки акціонерів, а з іншого – змінюють фінансову структуру, фактично виступаючи інструментами фінансової реструктуризації корпорації.

Довгостроковий добробут акціонерів залежить від зміни ринкової вартості власного капіталу (ΔMVE) та затребуваної норми дохідності на власний капітал (R_e). При цьому реальний довгостроковий добробут акціонерів зростає у випадку, коли приріст ринкової вартості власного капіталу (ΔMVE) перевищує сукупні витрати на акціонерний капітал ($MVE_0 \times R_e$). Враховуючи зазначене, можна дійти висновку, що довгостроковий добробут акціонерів з одного боку детермінується ринковою вартістю власного капіталу (MVE), а з іншого – очікуваною нормою дохідності на власний капітал (R_e).

Обидві детермінанти довгострокового добробуту акціонерів у значній мірі визначаються компонентами фінансової структури корпорації, через зміну яких можна впливати на довгостроковий добробут акціонерів. Вважаємо за доцільне приділити більшу увагу фундаментальній складовій довгострокового добробуту акціонерів, якою є ринкова вартість акціонерного капіталу (*market value of equity, MVE*). По своїй суті – це грошовий вимір вартісної оцінки акцій корпорації ринком. В країнах з розвиненим фондовим ринком ця вартість визначається в процесі купівлі-продажу акцій на фінансовому ринку.

Проте, вітчизняний фондовий ринок є неліквідним (на ньому не відбувається достатня кількість трансакцій цінних паперів, щоби визначити реальну їх вартість) та закритим (на ньому купує-продає цінні папери порівняно незначна кількість учасників, як правило інституційних). У зв'язку з цим, ринкова вартість власного капіталу корпорацій, яка визначається вітчизняним фондовим ринком, досить часто може не відповідати реальній вартості.

Враховуючи вищезазначене, пропонуємо визначати вартість вітчизняних корпорацій виходячи з їх фундаментальних характеристик, частина з яких є елементами фінансової структури та може бути піддана фінансовій реструктуризації з метою зростання вартості корпорації. У фінансовій теорії і практиці є безліч моделей, які дозволяють визначити вартість корпорації або її зміну за певний період. Проте, варто зазначити, що не всі моделі можуть бути застосованими для оцінки вартості вітчизняних корпорацій.

Вартість корпорації на сьогоднішній день є ключовим результируючим показником ефективності її діяльності. Зважаючи на це, для теорії і практики корпоративних фінансів актуальним є пошук показників, які адекватно відображатимуть вартість корпорації на конкретний момент часу, або її зміну протягом певного періоду. На перший погляд найбільш прийнятним показником для оцінки вартості корпорації видається ринкова вартість її власного капіталу.

Проте як справедливо зазначають С. Блінов та Ю. Найдьонова, вона є волатильною та піддається тимчасовому впливу непідтвердженої інформації та нерациональної поведінки інвесторів [105]. Крім цього, акції багатьох вітчизняних корпорацій або не котируються на фондових біржах взагалі, або обсяг здійснених трансакцій з цінними паперами не дозволяє визначити реальну їх вартість. У зв'язку з цим, на нашу думку, для оцінки ефективності діяльності корпорацій повинен використовуватись показник, який з одного боку відображає вартість корпорації та (або) її зміну за період, а з іншого – прямо залежить від якості рішень, які приймаються менеджментом корпорації.

Крім того, практики корпоративних фінансів зіштовхнулись з важливою проблемою, яка полягає в тому, що єдиною достовірною інформацією про діяльність корпорації є її бухгалтерська звітність. В той же час показники, відображені у бухгалтерській звітності, повинні бути трансформовані із бухгалтерських у фінансові. Одним із підходів, які дозволяють забезпечити вирішення зазначеної проблеми є модель економічної доданої вартості (*Economic Value Added, EVA*).

Модель економічної доданої вартості (*Economic Value Added, EVA*) є однією з найбільш розповсюджених та висвітлених у науково-практичній літературі моделей, які дозволяють визначити зміну вартості корпорації протягом певного періоду. Методика розрахунку даного показника була запропонована Д. Стерном і Б. Стюартом та зареєстрована як власна торгова марка консалтингової компанії Stern Stewart & Co [106].

В основі підходу, на якому базується модель економічної доданої вартості, лежить концепція залишкового доходу, запропонована А. Маршаллом ще у 1890 р [107]. Згідно концепції визначення залишкового доходу А. Маршалла, бухгалтерський показник оцінки ефективності діяльності корпорації визначається як операційний прибуток, який зменшений на величину витрат на капітал. В концепції А. Маршалла стверджується, що корпорація отримує економічний прибуток лише тоді, коли її доходи достатні для того, щоби покрити операційні витрати і величину витрат на капітал. Проте підхід, запропонований А. Маршаллом, знайшов своє втілення на практиці лише з появою чітких методик для розрахунку пропонованого ним показника залишкового доходу.

Крім цього, теоретичною основою моделі EVA Д. Стерн і Б. Стюарт називають роботи М. Міллера і Ф. Модільяні 1958-1961 рр, в яких стверджується, що економічний прибуток є джерелом створення вартості корпорації, а бар'єрна дохідність визначається ризиком інвесторів [16,17,18]. З урахуванням зазначених підходів, ключовий принцип, який лежить в основі EVA, полягає в тому, що інвестор повинен отримувати дохідність, яка

компенсуватиме прийнятий ним ризик, виражений у ставці витрат на капітал. Таким чином вкладений у господарську діяльність корпорації капітал повинен приносити фінансовим стейкхолдерам корпорації як мінімум таку ж дохідність як інвестиції з подібним рівнем ризику.

Якщо ж цього немає, то з позиції фінансових стейкхолдерів дана корпорація є збитковою. У випадку, коли EVA дорівнює нулю, фінансові стейкхолдери корпорації отримують дохід, який повністю покриває ризики, пов'язані з даною інвестицією. Згідно методології Д. Стерна і Б. Стюарта [106], економічна додана вартість (EVA) являє собою суму чистого операційного прибутку корпорації ($NOPAT$) зменшеного на величину витрат на інвестований капітал (IC) (1.29):

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC \quad (1.29)$$

Виходячи зі своєї суті, економічна додана вартість (EVA) повинна показувати величину залишкового доходу на користь акціонерів після вирахування явних та альтернативних витрат. Є також інший спосіб розрахунку EVA на основі показника рентабельності інвестованого капіталу ($ROIC$), середньозваженої ставки витрат на капітал ($WACC$) та величини інвестованого капіталу (IC) (1.30):

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC \quad (1.30)$$

Таким чином, згідно концепції EVA , основною ціллю діяльності корпорації є збільшення позитивного спреду (перевищення дохідності інвестованого капіталу над ставкою витрат на капітал) помноженого на величину інвестованого капіталу. У зв'язку з цим, підвищення ефективності діяльності корпорацій на основі моделі EVA може бути забезпечене з одного боку за допомогою максимізації обсягу чистого операційного прибутку, а з іншого – мінімізацією обсягу інвестованого капіталу та витрат на його залучення. Розрахунок і коригування кожного із компонентів моделі економічної доданої вартості (EVA) проводиться окремо. Розповсюдженість даної моделі на практиці в значній мірі пояснюється наявністю конкретного механізму трансформації фінансової звітності корпорації.

Чистий операційний прибуток корпорації (*NOPAT*), як правило, береться з рядка «прибуток від операційної діяльності» (*Operating Profit, OP*), який зменшується на величину податку на прибуток. Варто зазначити, що розмір податку на прибуток від операційної буде відрізнятися від підсумкового податку на прибуток, який сплачує корпорація. У зв'язку з цим, на практиці для визначення чистого прибутку від операційної діяльності (*NOPAT*) використовується ефективна ставка податку на прибуток (t_{ef}). Зазначена ставка розраховується як відношення фактично нарахованої суми податку на прибуток (T) до суми прибутку перед сплатою податків (*EBT*).

Для того, щоб отримати економічну величину чистого прибутку від операційної діяльності отримане значення прибутку від операційної діяльності (*OP*) коригують на певні види доходів і витрат та податків. Зокрема, для знаходження скоригованого ($NOPAT_{cor}$) прибуток від операційної діяльності (*OP*) зменшують на: податок на операційний прибуток (T), амортизацію накопичених витрат на НДДКР ($A_{R\&D}$), амортизацію витрат на рекламу (A_{adv}), амортизацію операційного лізингу (A_L); збільшують на: величину витрат на НДДКР ($C_{R\&D}$), величину витрат на рекламу (C_{adv}), відновлення знецінення гудвілу (G_d), відновлення знецінення основних засобів (FA_d), величину відкладеного податку на прибуток (T), витрати по операційному лізингу (PV_L), зміну резерву по сумнівним боргам (R_d), зміну резерву по гарантійному ремонту (R_r), надзвичайні збитки після вирахування податків (Ex) (1.31).

$$NOPAT_{cor} = OP - T - A_{R\&D} - A_a - A_L + C_{R\&D} + C_a + G_d + FA_d + T + PV_L + R_d + R_r + Ex \quad (1.31)$$

Інвестований капітал (*IC*) може бути визначений за допомогою декількох підходів. Згідно першого інвестований капітал є сумою власного капіталу і довгострокового (D_{lt}) та короткострокового (D_{st}) боргу формула (1.32). Згідно другого підходу, інвестований капітал (*IC*) є різницею між вартістю сукупних активів (*total assets, TA*) та безпроцентних короткострокових зобов'язань (*non-interest bearing current liabilities, CL_{nib}*) (1.32):

$$IC = E + D_{lt} + D_{st} \text{ або } IC = TA - CL_{nib} \quad (1.32)$$

Для того, щоби мати економічну величину інвестованого капіталу, отриману за допомогою формул величину коригують і знаходять скориговане значення величини інвестованого капіталу (IC_{cor}) формула (1.33). Згідно даного підходу інвестований капітал (IC), розрахований за допомогою наведених вище формул, коригують наступним чином: зменшують на: суму грошових коштів ($Cash$), суму інвестицій у фінансові активи (FI), суму активів по відкладеним податкам (T_p); збільшують на: накопичену величину витрат на НДДКР ($C_{R\&D}$), накопичену величину витрат на рекламу (C_{adv}), капіталізацію інших матеріальних витрат (C_{other}), відновлення знецінення гудвілу (G_d), величину знецінення основних засобів (FA_d), приведену вартість операційного лізингу (PV_L), резерви по сумнівних боргах (R_d), накопичені надзвичайні збитки після вирахування податків (Ex), зобов'язання по відкладених податках (L_T).

$$IC_{cor} = IC - Cash - FI - T_p + C_{R\&D} + C_a + C_{other} + G_{dep} + FA_{dep} + PV_L + R_d + Ex + L_T \quad (1.33)$$

Основний внесок Д. Стерна і Б. Стюарта [106] та їх послідовників полягає у розробці чіткої методології коригування звітності, що дозволяє порівнювати ефективність корпорацій, діяльність яких суттєво відрізняється. Модель економічної доданої вартості EVA можна застосовувати також в цілях оцінки вартості корпорації (MV). Згідно моделі оцінки вартості корпорації, побудованої на основі економічної доданої вартості, вартість корпорації (1.34) залежить від вартості капіталу інвестованого в активи (IC_p) та продисконтованої величини всіх майбутніх величин економічної доданої вартості, які генеровані наявними активами (EVA_{tp}) та майбутніми проектами (EVA_{tf}).

$$MV = IC_p + \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{EVA_{tp}}{1+WACC_t} + \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{EVA_{tf}}{1+WACC_t} \quad (1.34)$$

На нашу думку, для оцінки створення (руйнування) вартості для акціонерів найбільш цінними будуть моделі, які враховуватимуть інформацію щодо величини власного капіталу, та вимоги акціонерів щодо його дохідності.

Однією з таких моделей є модель Едвардса-Белла-Ольсона (*Edwards-Bell-Ohlson model, EBO*). В цілому зазначена модель відображає яким чином ринкова вартість корпорації співвідноситься з результатами фінансової та операційної діяльності, відображеними у фінансовій звітності. Проте на практиці можуть існувати певні неточності з відображенням результатів фінансової та операційної діяльності в межах фінансової звітності. Зазначені недостовірності, відображені у фінансовій звітності, впливають на якість аналізу ринкової вартості власного капіталу, яка згідно моделі EBO є функцією від окремих компонентів, виражених у фінансовій звітності.

Зокрема, згідно моделі EBO, фінансова діяльність включає в себе операції з активами і зобов'язаннями для яких існують ідеальні ринки. При цьому вводиться достатньо жорстке припущення щодо того, що бухгалтерські оцінки даних активів і зобов'язань співпадають з їх ринковими оцінками (у вітчизняних умовах це далеко не завжди так, що фактично є одним з основних недоліків використання зазначеної моделі). Також в моделі висувається припущення щодо того, що для операційних активів (дебіторська заборгованість, запаси та ін.) не існує індивідуальних ринків, на яких вони могли б торгуватись в індивідуальному порядку.

В основі моделі EBO лежить припущення про те, що лише доходи і дивіденди впливають на зміну балансової вартості власного капіталу. Балансова вартість власного капіталу на кінець періоду t (BVE_t) дорівнює (1.35) її вартості на початок періоду (BVE_{t-1}) збільшеній на суму чистого прибутку за період (NI_t) і зменшеній на суму виплачених протягом періоду дивідендів (Div_t). Такий підхід Дж. Ольсон назвав «принципом чистого приросту».

$$BVE_t = BVE_{t-1} + NI_t - Div_t \quad (1.35)$$

Разом з тим, фундаментальне положення моделі EBO, яким є «принцип чистого приросту», є і найслабшою ланкою зазначеної моделі. Даний принцип передбачає, що балансова вартість власного капіталу змінюється лише за рахунок отриманого за період чистого прибутку і виплачених дивідендів. Фактично залишаються поза увагою можливості щодо зміни власного капіталу

під час емісії чи викупу акцій, формування резервного капіталу, виникнення додаткового капіталу в результаті переоцінки необоротних активів (що особливо актуально для вітчизняних підприємств). Разом з тим, як показують дослідження Г. Фелтхема та Дж. Ольсона, ЕВО дає кращі результати оцінки вартості власного капіталу в порівнянні з іншими традиційними моделями (наприклад DCF). В основі моделі ЕВО, як і в моделі EVA лежить ідея «залишкового доходу», який трактується як надходження в перевищення очікуваного рівня результативності залученого капіталу [108].

Під час розробки даної моделі, Дж. Ольсон ставив перед собою мету проаналізувати взаємозв'язки між ринковою вартістю корпорації та поточними (очікуваними) доходами, виплачуваними дивідендами і балансовою вартістю власного капіталу. Для виявлення зазначених взаємозв'язків Дж. Ольсон використовував неокласичний підхід для оцінки вартості власного капіталу корпорації, який передбачає, що ринкова вартість акції (P_t) дорівнює сумі продисконтованих очікуваних дивідендів (1.36):

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} E_t(D_{t+i}) / (1 + R_e)^i \quad (1.36)$$

З часом Дж. Ольсон [109] замінив дивіденди на доходи і балансову вартість капіталу зазначаючи при цьому, що виплати акціонерам зменшують балансову вартість власного капіталу, не впливаючи при цьому на поточні доходи. Він дійшов до висновку, що ринкова вартість власного капіталу дорівнює його балансовій вартості, скоригованій на поточну рентабельність, виміряну за допомогою аномальних доходів та інших інформаційних масивів, які покращують якість прогнозів відносно майбутньої рентабельності. Г. Фелтхем та Дж. Ольсон довели у своєму дослідженні [108] еквівалентність моделі ЕВО, моделі дисконтування дивідендів та моделі дисконтування грошових потоків. Також вони показали яким чином елементи традиційної системи бухгалтерського обліку впливають на взаємозв'язок між ринковою вартістю та рентабельністю власного капіталу. В результаті вони дійшли до висновку, що нараховані доходи в більшій мірі пояснюють зміни в ринковій вартості ніж грошові потоки.

Модель Ольсона ЕВО базується на концепції залишкового доходу як і економічна додана вартість EVA. Згідно даного підходу, вартість корпорації дорівнює балансовій вартості власного капіталу (BVE_t) та поточної вартості всіх EVA за час існування корпорації. У вигляді формули цей зв'язок можна записати наступним чином (1.37):

$$MVE_t = BVE_t + \sum_{i=1}^{\infty} EVA_{t+i} \quad (1.37)$$

Р. Франкел та Ч. Лі адаптували модель ЕВО для оцінки фундаментальної вартості власного капіталу корпорації. Вартість власного капіталу корпорації на конкретний момент часу t (MVE_t) може бути розрахована за допомогою формули (1.38) [110, с.286]:

$$MVE_t = BVE_t + \sum_{i=1}^{\infty} E_t (ROE_{t+i} - R_e) \times BVE_{t+i-1} / (1 + R_e)^i \quad (1.38)$$

E_t ... – математичне сподівання на основі інформації, доступної на момент часу (t); BVE_t – балансова вартість власного капіталу на кінець періоду (t); BV_{t+i-1} – балансова вартість власного капіталу (чистих активів) на початок періоду ($t+i$); ROE_{t+i} – рентабельність власного капіталу на момент часу ($t+i$).

Ну думку Р. Франкела та Ч. Лі, дана формула показує, що ринкова вартість власного капіталу може бути поділена на два компоненти: бухгалтерська оцінка інвестованого власного капіталу (BVE_t) та поточна оцінка всіх майбутніх залишкових доходів (*residual income*), визначених як теперішня вартість дисконтованих грошових потоків, які не включені в поточну балансову вартість. Якщо майбутня очікувана дохідність ($E_t ROE_t$) відповідає затребуваній нормі дохідності на власний капітал (R_e), то в цьому випадку теперішня вартість всіх майбутніх залишкових доходів дорівнює нулю, і тоді ринкова вартість власного капіталу (MVE_t) дорівнюватиме його балансовій вартості (BVE_t).

У цьому випадку корпорація не створює (але і не руйнує) вартість для акціонерів. Проте, якщо очікувані значення рентабельності власного капіталу є вищими (нижчими) ніж затребувана норма дохідності на акціонерний капітал в результаті отримаємо ринкову вартість власного капіталу більшу (меншу) ніж

його балансова вартість. Як зазначають Р. Франкел та Ч. Лі [110], для оцінки ринкової вартості власного капіталу (MVE_t) за допомогою моделі ЕВО необхідними є наступні параметри: балансова вартість власного капіталу (BVE_t), частка прибутку, яка виплачується акціонерам у вигляді дивідендів (k), прогнозні значення рентабельності власного капіталу ($FROE$), затребувана норма дохідності на акціонерний капітал (R_e). Для прогнозування балансової вартості власного капіталу на період (BVE_{t+1}), можна скористатися наступною взаємозалежністю (1.39):

$$BVE_{t+1} = BVE_t + (1 - k) \times NI_{t+1} = BVE_t \times (1 + (1 - k) \times ROE_{t+1}) \quad (1.39)$$

Аналогічним чином можуть бути записані всі наступні прогнозні значення балансової вартості власного капіталу (BVE_{t+i}). Найскладнішим для розрахунку компонентом моделі ЕВО є прогнозні значення рентабельності власного капіталу ($FROE$). На практиці, як правило, для цього використовують два основних альтернативних підходи: ретроспективні значення рентабельності власного капіталу (ROE) або прогнозні значення щодо майбутніх доходів корпорацій (як правило на основі інформації аналітичних компаній). У процесі практичного застосування моделі ЕВО надзвичайно важливим є горизонт прогнозування, він базується на припущенні щодо термінальної вартості.

Як зазначають Р. Франкел та Ч. Лі в найпростішому варіанті використовується короткострокове прогнозування на 3 роки, при цьому зауважуючи, що це повинен бути період, протягом якого корпорація досягає конкурентної рівноваги. У цьому випадку модель ЕВО для визначення ринкової вартості власного капіталу з прогнозним періодом 3 роки, буде мати наступний вигляд (1.40) [110, с.289]:

$$MVE_t = BV_t + \frac{(FROE_t - R_e)}{(1 + R_e)} \times BV_t + \frac{(FROE_{t+1} - R_e)}{(1 + R_e)^2} \times BV_{t+1} + \frac{(FROE_{t+2} - R_e)}{(1 + R_e)^2 \times R_e} \times BV_{t+2} \quad (1.40)$$

Останній доданок зазначеної вище формули фактично відображає термінальну вартість, яка передбачає відсутність зростання балансової вартості власного капіталу після закінчення останнього прогнозного періоду. При

використанні ретроспективного методу для визначення прогнозних значень рентабельності власного капіталу ($FROE_{t+i}$) замінимо їх значеннями рентабельності власного капіталу (ROE_{t+i}) для відповідних періодів. В той же час для розрахунку рентабельності власного капіталу (ROE) використовується наступна формула (1.41):

$$ROE_t = NI_t / (BVE_t + BVE_{t-1}) / 2 \quad (1.41)$$

У роботі Г. Островської знаходимо математичне доведення ситуації, коли при умові сталого значення рентабельності власного капіталу ($ROE = const$) для всіх майбутніх періодів та ситуації, коли 100% чистого прибутку спрямовується на виплату дивідендів, ринкова вартість власного капіталу (MVE_t) може бути розрахована наступним чином (1.42) [111, с.67-68]:

$$MVE_t = BVE_t \times ROE / R_e \quad (1.42)$$

З формули 1.42 Г. Островська доходить висновку, що ринкова вартість (MV_t) у стільки разів перевищує балансову вартість (BV_t), у скільки рентабельність власного капіталу (ROE) перевищує затребувану норму дохідності на власний капітал (R_e) за умови, що увесь прибуток корпорації спрямовується на виплату дивідендів. У ситуації, коли лише частина прибутку спрямовується на виплату дивідендів (k), а решта ($1 - k$) реінвестується, то при умові сталого значення рентабельності власного капіталу ($ROE = const$) для всіх майбутніх періодів модифікована модель ЕВО набуде наступного вигляду (1.43):

$$MVE_t = (BVE_t \times k \times ROE) / (R_e - (1 - k) \times ROE) \quad (1.43)$$

Таким чином, можна дійти висновку, що модель ЕВО в порівнянні з моделлю EVA краще пояснює зміни у вартості власного капіталу корпорації. До подібних висновків доходять С. Блінов та Ю. Найдьонова, які на основі емпіричних спостережень російських компаній, дійшли висновків, що ЕВО якісніше відображає перевищення ринкової оцінки власного капіталу над балансовою (ефективність використання капіталу акціонерів) ніж EVA [105]. У науково-практичній літературі можна знайти й інші модифікації моделі ЕВО. В

своїй основі всі вони базуються на концепції визначення залишкового доходу (RI_t). Для визначення зміни вартості власного капіталу моделі залишкового доходу, С. Блінов та Ю. Найдьонова [105] пропонують використовувати наступну формулу (1.44):

$$RI_t = NI_t^{adj} - R_e \times BV_{t-1}^{adj} \quad (1.44)$$

де NI_t^{adj} – чистий прибуток за період t , скоригований на величину отриманих відсотків, очищених від податку на прибуток; BV_{t-1}^{adj} – вартість власного капіталу на кінець періоду $(t-1)$, скоригована на такі не операційні активи як грошові кошти та високоліквідні цінні папери. З урахуванням зазначених підходів, модель ЕВО визначення вартості власного капіталу може набути наступного вигляду (1.45):

$$MVE_t = BVE_t + \sum_{i=1}^T \frac{NI_{t+i} - R_e \times BVE_{t+i}}{(1+R_e)^{t+i}} + \frac{NI_T - R_e \times BVE_T}{(1+R_e)^T \times R_e} \quad (1.45)$$

У цьому випадку вартість власного капіталу корпорації залежить від прогнозованого обсягу чистого прибутку (NI_{t+i}), прогнозованої балансової вартості власного капіталу (BV_{t+i}) та затребуваної норми дохідності на власний капітал (R_e). У ситуації, коли є доступний прогноз щодо розміру прибутку на акцію (EPS_t), то модель визначення вартості власного капіталу може бути модифікована наступним чином (1.46):

$$MVE_t = BVE_t + \sum_{i=1}^T \frac{EPS_{t+i} - R_e \times BPS_{t+i}}{(1+R_e)^{t+i}} + \frac{EPS_T - R_e \times BPS_T}{(1+R_e)^T \times R_e} \quad (1.46)$$

У цьому випадку вартість власного капіталу корпорації (MVE_t) залежить від прогнозованого обсягу прибутку на акцію (EPS_t), прогнозованої балансової вартості акції (BPS_t) та затребуваної норми дохідності на власний капітал (R_e). В даних формулах індекс (T) – період часу, коли корпорація досягає конкурентної рівноваги і фактично відповідає горизонту прогнозування. Останній доданок формули виражає термінальну вартість власного капіталу.

На основі проведеного дослідження методичного обґрунтування взаємозв'язку фінансової структури та показників ефективності діяльності корпорацій можна сформулювати наступні висновки та узагальнення.

Обґрунтовано застосування в якості аналітичного критерію, побудованого на основі даних фінансової звітності, який відображає дохідність на вкладений акціонерами капітал, рентабельності власного капіталу (ROE). Запропоновано здійснювати декомпозицію рентабельності власного капіталу (ROE) з використанням модифікованої шестифакторної моделі DuPont.

При цьому ключовими факторами даної моделі є показники операційної ефективності (рентабельність реалізації продукції та оборотність активів) та показники, що є характеристикою фінансової структури корпорації (коефіцієнт фінансової залежності, коефіцієнт операційних поточних зобов'язань, коефіцієнт фінансових витрат, коефіцієнт податкової свободи). На основі моделі Едвардса-Белла-Ольсона показано взаємозв'язок між рентабельністю власного капіталу та його ринковою вартістю. Зазначено ключові переваги використання даної моделі для оцінки вартості власного капіталу та її недоліки.

Слабкою ланкою у застосуванні даної моделі для оцінки вартості власного капіталу вітчизняних корпорацій є «принцип чистого приросту», який покладений в її основу і передбачає, що зміна балансової вартості власного капіталу відбувається лише під час зміни прибутку та виплати дивідендів. Проте в умовах України на процес збільшення балансової величини власного капіталу впливає зміна облікової політики корпорації, переоцінка необоротних активів, яка призводить до збільшення додаткового капіталу та інші фактори, що унеможлиблює використання балансових оцінок власного капіталу для оцінки його ринкової вартості.

У роботі констатовано неможливість отримання об'єктивної оцінки вартості власного капіталу корпорацій, акції яких обертаються на вітчизняному фондовому ринку. Доведено, що найбільшу практичну цінність у вітчизняних умовах має модель економічної доданої вартості, оскільки інші моделі або вимагають наявності даних з ринку цінних паперів, або ж ключові припущення, що лежать в їх основі у вітчизняних умовах не виконуються.

Висновки до розділу 1

На основі проведеного дослідження теоретико-методичних основ фінансової реструктуризації та ефективності діяльності корпорацій можна сформувати наступні висновки. Критичний аналіз нормативно-правової та теоретичної бази сутності дефініції «корпорація» дав змогу сформувати визначення цієї категорії як юридичної особи, створеної у вигляді господарського товариства, статутний капітал якого поділений на визначену кількість корпоративних прав (акцій), які розміщені серед власників (акціонерів), та дають їм право на реалізацію власних майнових прав відносно даного господарського товариства.

Доведено, що добробут акціонерів є ключовим критерієм, який відображає ефективність діяльності корпорацій. Встановлено, що добробут акціонерів визначається наступними детермінантами: ринкова вартість власного капіталу (та її зміна), грошові потоки між акціонерами та корпорацією, фінансові рішення, які призводять до зміни структури капіталу, очікування акціонерів, виражені ставкою витрат на власний капітал.

Запропоновано вартісно-орієнтований показник зміни реального добробуту акціонерів за період. Виявлено специфіку використання реструктуризації як інструмента трансформації корпорації. З цієї точки зору реструктуризація є цілеспрямованим процесом трансформації об'єкта управління (складу його елементів, їх функцій та зв'язків між ними) у просторі і у часі, при збереженні базових властивостей для досягнення оптимальних характеристик.

Аргументовано використання фінансової структури корпорації як об'єкта фінансової реструктуризації. Виділено фінансовий та управлінський підходи до фінансової структури корпорацій. Згідно фінансового підходу фінансову структуру запропоновано визначати як сукупність усіх джерел фінансування корпорації, яка формується в результаті прийняття фінансових рішень на

основі взаємодії з основними групами стейкхолдерів (в першу чергу акціонерами та кредиторами) у процесі реалізації зовнішніх та внутрішніх фінансових відносин корпорації. З позиції управлінського підходу фінансову структуру запропоновано визначати як чітку ієрархічну систему центрів фінансової відповідальності, що детермінує порядок формування фінансових результатів та розподіл відповідальності за досягнення бажаного фінансового результату діяльності корпорації.

Сформовано авторське визначення фінансової реструктуризації корпорацій, згідно якого вона є процесом перебудови фінансової структури корпорації за допомогою фінансово-економічних і організаційно-правових методів та інструментів, який спрямований на максимізацію добробуту акціонерів та збалансування інтересів інших стейкхолдерів у довгостроковому періоді. На основі термінів та масштабів застосовуваних заходів запропоновано виділяти оперативну (спрямована на забезпечення платоспроможності та ліквідності), тактичну (спрямована на забезпечення фінансової стійкості та рівноваги), стратегічну (спрямована на забезпечення приросту добробуту акціонерів у довгостроковому періоді) фінансову реструктуризацію.

Доведено, що прагматика обґрунтування впливу фінансової реструктуризації на ефективність діяльності корпорацій зводиться до того, яким чином цілеспрямована перебудова фінансової структури впливає на добробут акціонерів в цілому (або окремі його складові). Встановлено, що на поточний добробут впливають фінансові рішення, які призводять до змін у грошових потоках між акціонерами і корпорацією, в той час як на довгостроковий – рішення, які призводять до зміни ринкової вартості власного капіталу та ставки витрат на власний капітал.

Обґрунтовано застосування в якості аналітичного критерію, побудованого на основі даних фінансової звітності, рентабельності власного капіталу (ROE). Запропоновано здійснювати декомпозицію рентабельності власного капіталу (ROE) з використанням модифікованої шестифакторної моделі DuPont. При цьому ключовими факторами даної моделі є показники

операційної ефективності (рентабельність реалізації продукції та оборотність активів) та показники, що є характеристиками фінансової структури корпорації (коефіцієнт фінансової залежності, коефіцієнт операційних поточних зобов'язань, коефіцієнт фінансових витрат, коефіцієнт податкової свободи).

Доведено, що найбільшу практичну цінність під час визначення створення (поглинання) вартості у вітчизняних умовах має модель економічної доданої вартості (EVA), оскільки інші моделі або вимагають наявності даних з ринку цінних паперів, або ж ключові припущення, що лежать в їх основі, на ринках, що розвиваються не виконуються. Адаптовано до використання у вітчизняних умовах методику визначення економічної доданої вартості (EVA) в частині порядку розрахунку окремих складових (інвестованого капіталу, чистого операційного прибутку, середньозваженої вартості капіталу).

Результати дослідження по першому розділу опубліковані автором у таких наукових працях [103; 112-125].

РОЗДІЛ 2

ОЦІНКА ФІНАНСОВОЇ СТРУКТУРИ ТА ЕФЕКТИВНОСТІ ЕНЕРГОПОСТАЧАЛЬНИХ КОРПОРАЦІЙ УКРАЇНИ ЯК ПЕРЕДУМОВА ЇХ ФІНАНСОВОЇ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ

2.1. Тенденції розвитку фінансової структури енергопостачальних корпорацій України

Інформаційною основою дисертації виступає фінансово-господарська діяльність 26 регіональних енергопостачальних корпорацій України (далі по тексту використовуватиметься скорочена аббревіатура ЕКУ), до яких входять 23 обласні енергопостачальні корпорації «обленерго» (крім ВАТ Луганськобленерго, активи якого ще в 2001р. в результаті процедури банкрутства перейшли до ТОВ «Луганське енергетичне об'єднання», яке за своєю організаційно-правовою формою не є публічною корпорацією), енергопостачальні корпорації Києва, АР Крим і Севастополя (публічна фінансова звітність за 2015 рік щодо яких відсутня, тому в процесі дослідження використовувався період 2006-2014 рр) [126-151].

Енергопостачальні корпорації України створені відповідно до указу Президента України від 4 квітня 1995р. №282/95 «Про структурну перебудову в електроенергетичному комплексі України. В результаті на базі регіональних енергорозподільчих мереж були утворені відкриті акціонерні товариства (корпорації), які з часом після прийняття Закону України «Про акціонерні товариства» були перетворені у публічні акціонерні товариства. Схематично місце енергопостачальних корпорацій на оптовому ринку електроенергії (ОРЕ) України можна відобразити на наступному рис.2.1. Операційна діяльність енергопостачальних корпорацій полягає у закупівлі електроенергії на ОРЕ, постачанні її промисловим і побутовим споживачам та забезпеченні розрахунків за спожиту електроенергію.

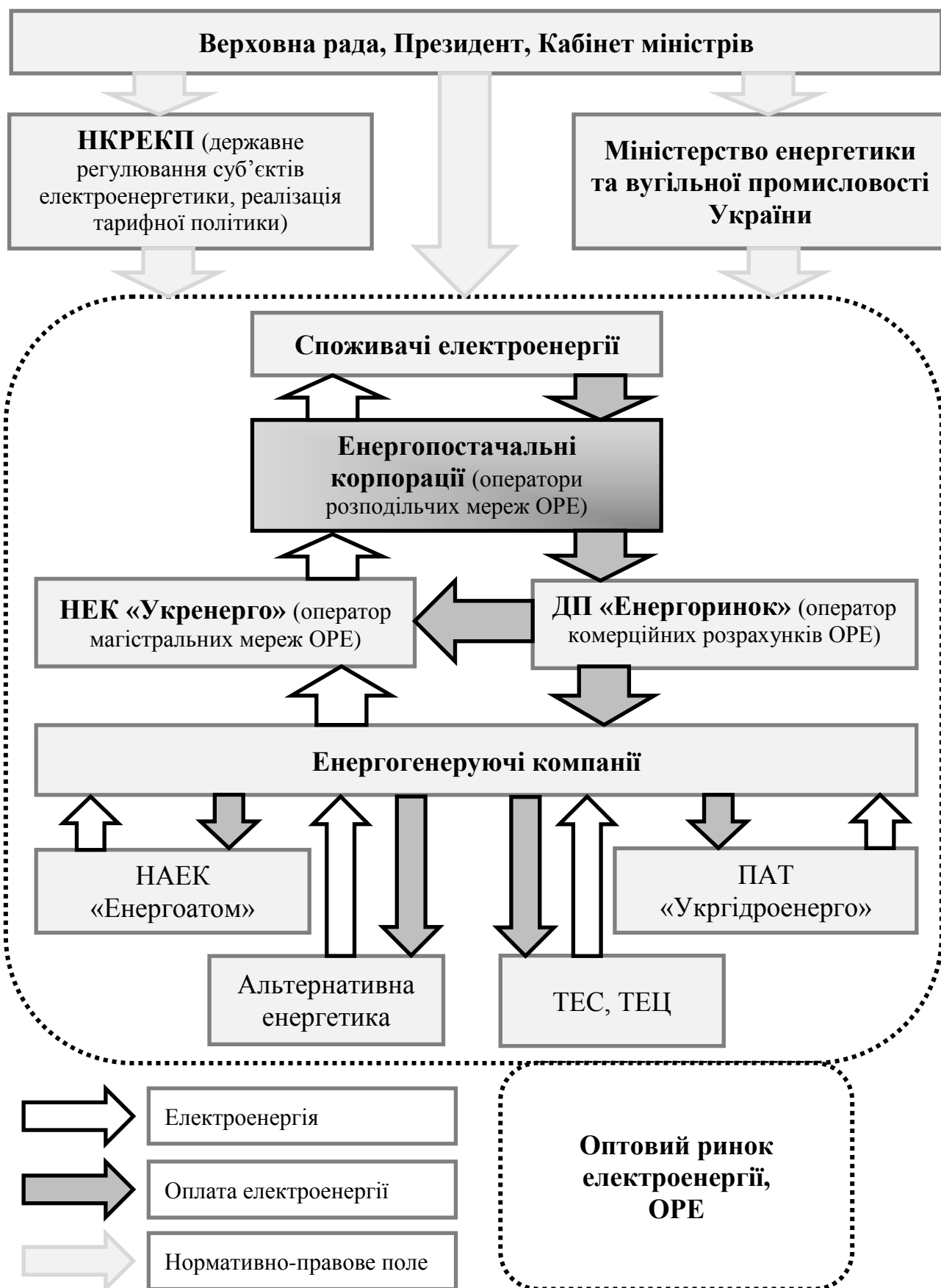


Рис.2.1 Місце енергопостачальних корпорацій України на ринку електроенергії

*Джерело: систематизовано автором на основі нормативно-правової бази

Предметом діяльності ЕКУ є розподілення та постачання електроенергії побутовим та промисловим споживачам в межах окремих територій та населених пунктів. Вони закупають електроенергію на оптовому ринку електроенергії (ОРЕ) та, будучи посередниками, постачають її споживачам. Енергопостачальні корпорації є кінцевими постачальниками та безпосередньо взаємодіють зі споживачами електроенергії і отримують розрахунки за спожиту електроенергію.

Технологічним постачальником електроенергії для енергопостачальних корпорацій виступає НЕК «Укренерго», а фінансовим контрагентом по постачанню електроенергії – ДП «Енергоринок», яке забезпечує взаєморозрахунки між учасниками ОРЕ, перераховуючи суми, отримані від енергопостачальних корпорацій енергогенеруючим компаніям. Організаційна структура ЕКУ включає сукупність структурних підрозділів корпорації, що взаємодіють між собою у процесі здійснення її господарської діяльності. Типова організаційна структура ЕКУ має наступний вигляд рис.2.2.



Рис.2.2 Типова організаційна структура ЕКУ*

*Джерело: Розроблено автором [113]

Загальні збори акціонерів – вищий орган управління корпорацією, який приймає рішення стратегічного характеру, та формує склад наглядової ради. Реєстраційна комісія здійснює реєстрацію акціонерів та уповноважених акціонерами осіб, що прибули для участі у зборах, та визначає кількість голосів, якими голосує кожний учасник загальних зборів акціонерів; веде журнал реєстрації учасників загальних зборів акціонерів; складає протокол про підсумки реєстрації, визначає наявність чи відсутність кворуму.

Корпоративний секретар обирається наглядовою радою за пропозицією голови наглядової ради та відповідає за взаємодію корпорації з акціонерами. Ревізійна комісія здійснює контроль за фінансово-господарською діяльністю корпорації, здійснює моніторинг рішень правління та оцінює відповідність їх інтересам акціонерів. Наглядова рада представляє інтереси акціонерів у період між проведенням загальних зборів акціонерів та здійснює загальне керівництво діяльністю компанії, реалізує контроль за діяльністю правління та захищає права акціонерів. Наглядова рада складається як правило з 5-8 осіб (обов'язково є голова наглядової ради, заступник, секретар та члени ради) та обирається і затверджується з числа представників акціонерів.

Правління є виконавчим колегіальним органом корпорації, який здійснює управління його поточною діяльністю, організовує виконання рішень загальних зборів акціонерів та наглядової ради. Очолює правління голова правління, до складу входять заступники та керівники відповідних функціональних дирекцій. Функціональні дирекції (фінансова, комерційна, виконавча, технічна, з питань безпеки, охорони праці) включають в себе відділи та служби що несуть відповідальність за визначений обсяг робіт враховуючи функціональні особливості самої дирекції (детальніший перелік відділів та служб відобразимо при побудові фінансової структури енергопостачальних корпорацій).

Також варто зазначити, що деякі відділи і служби можуть не входити до функціональних дирекцій, а бути окремими структурними підрозділами. Ще одним елементом організаційно-функціональної структури ЕКУ є райони електричних мереж (або районні філії). Райони електропередач здійснюють

передачу та постачання електричної енергії в межах адміністративного району, а також вирішують питання збуту електроенергії, оплати за її використання, а також контролюють дотримання споживачами правил користування електричною енергією.

На основі проведеного аналізу типової організаційної структури ЕКУ бачимо, що вона побудована на основі групування повноважень за функціональним призначенням. Фінансовим управлінням в ЕКУ займається лише фінансова дирекція, очолювана фінансовим директором. Такий підхід, на нашу думку, спрямовує працівників лише на виконання власних функціональних обов'язків, а не на досягнення фінансового результату.

Недоліком функціонального підходу до побудови системи управління корпорацією є те, що практично неможливо простежити якість виконуваних працівниками робіт та їх внесок у сукупний фінансовий результат діяльності корпорації. З урахуванням зазначеного, можна дійти висновку, що існує об'єктивна потреба у застосуванні управлінського підходу до фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України, про який буде йти мова у третьому розділі дисертаційної роботи.

Оскільки баланс виступає своєрідною квінтесенцією фінансової структури станом на конкретну дату, то вважаємо доцільним провести аналіз структури фінансування енергопостачальних корпорацій України за 2006-2015 рр у розрізі окремих структурних компонентів (додатки А, Б, В) [126-151]. Енергопостачальні корпорації України мають досить складну та неоднорідну структуру фінансування, яка представлена як внутрішніми так і зовнішніми, власними, позиковими та залученими джерелами фінансування.

В цілому її можна поділити на дві компоненти: з одного боку варто виділити довгострокову складову структури фінансування – структуру довгострокового капіталу (власного та позикового), а з іншого – короткотермінову, яка виражена короткостроковими фінансовими зобов'язаннями та різноманітними за своєю природою поточними зобов'язаннями та забезпеченнями, які формуються в процесі господарської

корпорацій. Провівши агрегований аналіз структури фінансування 26 ЕКУ за 2006-2015 рр (додаток В), варто відзначити, що як по роках, так і по корпораціях вона суттєво відрізняється. Згідно проведених розрахунків на основі показників фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр, можна виділити усереднену структуру їх фінансування табл. 2.1.

Таблиця 2.1

Узагальнена структура фінансування ЕКУ за 2006-2015 р.р.*

№	Джерела фінансування	Середнє значення по 26 ЕКУ за 2006-2015 роки, %
1	Власний капітал, в тому числі:	47,50
1.1	- Статутний капітал	4,67
1.2	- Неоплачений та вилучений капітал	0,05
1.3	- Додатковий капітал	43,67
1.4	- Резервний капітал	0,51
1.5	- Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	-1,40
2	Довгостроковий позиковий капітал, в тому числі:	20,78
2.1	- відстрочені податкові зобов'язання	2,61
2.2	- довгострокові кредити	1,27
2.3	- інші довгострокові зобов'язання	16,90
3	Всього довгостроковий капітал	68,28
4	Короткострокові фінансові зобов'язання, в тому числі:	5,49
4.1	- короткострокові кредити банків	2,86
4.2	- поточна заборгованість за довгостроковимизобов'язаннями	1,38
4.3	- векселі видані	0,45
4.4	- зобов'язання по розрахункам з учасниками	0,80
5	Всього фінансовий капітал	72,97
6	Операційні короткострокові зобов'язання, в тому числі:	26,23
6.1	- кредиторська заборгованість	13,26
6.2	- зобов'язання за отриманими авансами	6,66
6.3	- зобов'язання по сплаті податків і зборів	1,83
6.4	- зобов'язання по розрахункам з оплати праці	0,74
6.5	- поточні забезпечення	0,93
6.6	- інші поточні зобов'язання	2,81
	Всього	100

*Джерело: Розраховано автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Як бачимо з табл. 2.1, основну питому в структурі фінансування ЕКУ протягом 2006-2015 рр (додаток В) займає власний капітал, середня за період питома вага якого становить 47,50% по всім ЕКУ. В той же час протягом 2006-

2015 рр середня питома вага власного капіталу у структурі фінансування ЕКУ (рис.2.3) має циклічну тенденцію і досягає свого мінімального значення 35,25% станом на 31.12.2008 р, після чого спостерігалось зростання до максимального рівня в 62,90% станом на 31.12.2013 р, а протягом останніх двох років спостерігається її зменшення до 52,67% станом на 31.12.2015 р.



Рис.2.3 Середня питома вага компонентів власного капіталу у структурі фінансування ЕКУ у 2006-2015 рр (%)*

*Джерело: Побудовано автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Що стосується питомої ваги власного капіталу у структурі фінансування ЕКУ протягом 2006-2015 рр, то на основі проведених розрахунків варто відмітити вкрай неоднорідну ситуацію в розрізі окремих корпорацій табл. 2.2. З табл. 2.2 одразу помітним стає той факт, що у структурі фінансування ПАТ «ДТЕК «Донецькобленерго» протягом 2006-2015 рр середня питома вага власного капіталу у структурі фінансування має від'ємне значення -32,33% (крім 2012-2014 рр). В першу чергу це зумовлено від'ємним значенням

власного капіталу, яке утворилось внаслідок того, що сукупна величина власного капіталу не покриває розмір збитків, отриманих в процесі господарської діяльності.

Таблиця 2.2

**Середня питома вага складових власного капіталу у структурі
фінансування ЕКУ за 2006-2015 рр (%)***

№ п/п	Назва корпорації	СК, %	ДК, %	РК, %	НП/НЗ, %	Всього власний капітал, %
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	2,52	41,04	0,07	-17,08	26,55
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	2,50	24,07	0,62	14,45	41,65
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	5,23	53,35	0,24	-36,33	22,49
4	ПАТ «Волиньобленерго»	4,97	61,07	0,10	9,89	76,03
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	2,29	22,78	0,11	-4,38	20,80
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	2,90	10,09	0,00	-46,43	-33,44
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	2,84	59,93	0,40	15,39	78,56
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	3,41	17,93	0,23	-8,63	12,94
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	4,29	67,55	0,65	8,52	81,01
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	3,14	41,35	0,22	11,16	55,87
11	ПАТ «Львівобленерго»	5,77	60,87	0,53	5,09	72,26
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	5,43	57,57	0,34	-51,12	12,21
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	5,26	48,46	0,34	-11,41	42,65
14	ПАТ «Київобленерго»	6,35	11,22	1,54	44,53	63,64
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	2,93	34,76	0,04	-7,96	29,76
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	7,67	24,67	2,31	20,35	54,99
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	5,53	11,07	1,33	49,20	67,13
18	ПАТ «Сумиобленерго»	10,38	55,02	0,41	19,12	84,93
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	3,60	77,18	0,00	-10,66	70,13
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	2,95	54,74	0,19	9,28	67,16
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	5,30	54,27	0,28	-29,16	30,69
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	5,71	46,48	0,39	15,35	67,93
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	8,02	82,84	1,17	-47,39	44,65
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	3,98	21,92	0,48	0,54	26,92
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	8,02	52,48	0,38	15,85	76,73
26	ПАТ «Київенерго»	0,51	42,72	0,85	-4,56	39,52
Середнє значення		4,67	43,67	0,51	-1,40	47,50

*Джерело: Побудовано автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Подібна ситуація спостерігається у ПАТ «Вінницяобленерго» у 2010 р, ПАТ «Миколаївобленерго» у 2006-2008 рр, ВАТ «Запоріжжяобленерго» у 2008р, ПАТ ДТЕК «Дніпроенерго» у 2007-2008 рр. Проте більшість корпорацій

мають значну середню питому вагу власного капіталу в структурі фінансування протягом 2006-2015 рр, яка коливається від 12,21% у ПАТ «Миколаївобленерго» до 84,93% у ПАТ «Сумиобленерго», при середньому значенні в 47,50%.

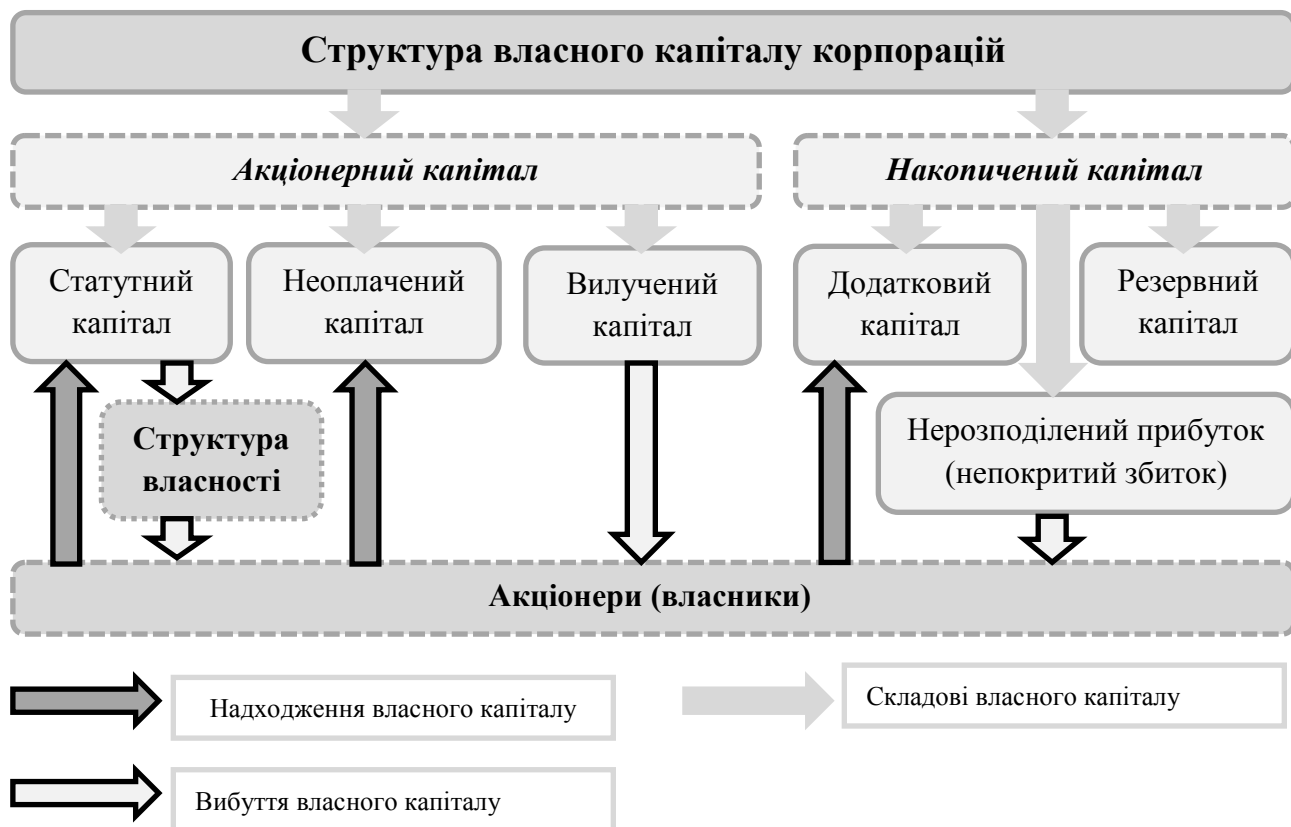


Рис.2.4 Структура власного капіталу корпорацій України*

*Джерело: Побудовано автором

Типова структура власного капіталу корпорацій України представлена на рис.2.4. Як бачимо з рис.2.4 в структурі власного капіталу можна виділити окрему складову акціонерний капітал, який складається зі статутного, неоплаченого та вилученого капіталів. Основою акціонерного капіталу виступає статутний капітал, в той же час вилучений та неоплачений капітал виступають коригуючими компонентами відносно статутного капіталу, зменшуючи величину сукупного власного капіталу. По своїй природі статутний капітал є сукупною номінальною вартістю всіх простих акцій, емітованих корпорацією. З одного боку він є вагомим джерелом фінансування господарської діяльності, а з іншого – детермінує структуру власності

корпорації. З урахуванням вищезазначеного, структуру статутного капіталу можна розглядати у двох аспектах: з одного боку – це сумарна номінальна вартість усіх акцій, а з іншого – структура власності, яка детермінується величиною пакетів акцій, що є у володінні фізичних та юридичних осіб.

Згідно інформації наведеної у фінансовій звітності ЕКУ [126-151], більшість енергопостачальних корпорацій емітували акції номінальною вартістю 0,25 грн., при цьому акції меншої номінальної вартості (0,05 грн.) емітовані ПАТ «Волиньобленерго» та ПАТ «Київобленерго», акції більшої номінальної вартості (1,25 грн.) були емітовані ПАТ «ДТЕК «Донецькобленерго», номіналом 10 грн. ПАТ «Вінницяобленерго» та ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго». Кількість акцій, які формують статутний капітал варіюється від 3097366 шт. у ПАТ «Вінницяобленерго» до 1040875600 шт. у ПАТ «Київобленерго».

Величина статутного капіталу у абсолютної більшості енергопостачальних корпорацій України залишається незмінною. Виняток становлять лише ПАТ «ЕК Одесаобленерго», ПАТ «Полтаваобленерго» та ПАТ «Сумиобленерго». При цьому варто відмітити, що номінальне збільшення статутного капіталу у ПАТ «Полтаваобленерго» та ПАТ «Сумиобленерго» відбулося завдяки переходу даних корпорацій на МСФЗ у 2012 р. У зв'язку з цим, на збільшення статутного капіталу зазначених корпорацій вплинула зміна облікової політики, що не пов'язано з реальним приростом власних фінансових ресурсів корпорацій.

Що ж стосується ПАТ «ЕК Одесаобленерго», то збільшення статутного капіталу на 400 млн. акцій номінальною вартістю 0,25 грн. відбулось в результаті приватного розміщення додаткових акцій серед наявних акціонерів. В результаті цієї фінансової операції до статутного капіталу залучено 100 млн. грн. Специфіка розподілу акцій серед інвесторів детермінує структуру власності енергопостачальних корпорацій (додаток Е). Як бачимо з інформації, наведеної в додатку Е енергопостачальні корпорації України мають досить неоднорідну структуру власності. Власниками найбільших пакетів акцій

виступають держава, енергетичні холдинги «ДТЕК» та «V.S. Energy international», вітчизняні господарські товариства (компанії резиденти), іноземні компанії (компанії нерезиденти) та компанії, що зареєстровані на Кіпрі, де діє пільговий режим оподаткування (офшорні компанії).

Найбільший пакет акцій станом на 31.12.2015 р знаходиться у власності держави наступних енергопостачальних корпорацій: ВАТ «Запоріжжя-обленерго» – 60,25%, ПАТ «Миколаївобленерго» – 70,00%, ВАТ АК «Харківобленерго» – 65,00%, ПАТ «Хмельницькобленерго» – 70,01%, ПАТ «Черкасиобленерго» – 46,00%, ВАТ «Тернопільобленерго» – 51,00%. До складу холдингу «V.S. Energy international» станом на 31.12.2015 р входять наступні енергопостачальні корпорації: ПАТ «ЕК Севастопольенерго» – 91,50%, ВАТ «ЕК «Житомиробленерго» – 91,21%, ВАТ «Кіровоградобленерго» – 83,00%, ПАТ «ЕК Одесаобленерго» – 50,50%, ПАТ «ЕК Херсонобленерго» – 90,00%, ПАТ «ЕК Чернівціобленерго» – 45,00%.

До складу холдингу ДТЕК станом на 31.12.2015 р входять наступні енергопостачальні корпорації: ПАТ «ДТЕК Крименерго» – 50,29%, ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго» – 51,56%, ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго» – 71,50%, ПАТ «Київенерго» – 72,39%. Найбільший пакет акцій станом на 31.12.2015 р знаходиться у власності компаній-резидентів наступних енергопостачальних корпорацій: ПАТ «Вінницяобленерго» – 50+25%, ПАТ «Волиньобленерго» – 75,00%, ПАТ «Закарпаттяобленерго» – 50,00%.

Найбільший пакет акцій станом на 31.12.2015р знаходиться у власності компаній нерезидентів наступних енергопостачальних корпорацій: ПАТ «Київобленерго» – 89,02%, ПАТ «Рівнеобленерго» – 83,33%, ПАТ «Прикарпаттяобленерго» – 87,74%, ПАТ «Львівобленерго» – 89,18%, ПАТ «Сумиобленерго» – 68,50%, ПАТ «Чернігівобленерго» – 73,19%, ПАТ «Полтаваобленерго» – 72,22%. Другим компонентом структури фінансування виступає довгостроковий позиковий капітал, який в балансі виражений через довгострокові зобов'язання. Типова структура позикового капіталу корпорацій України представлена на рис.2.5.

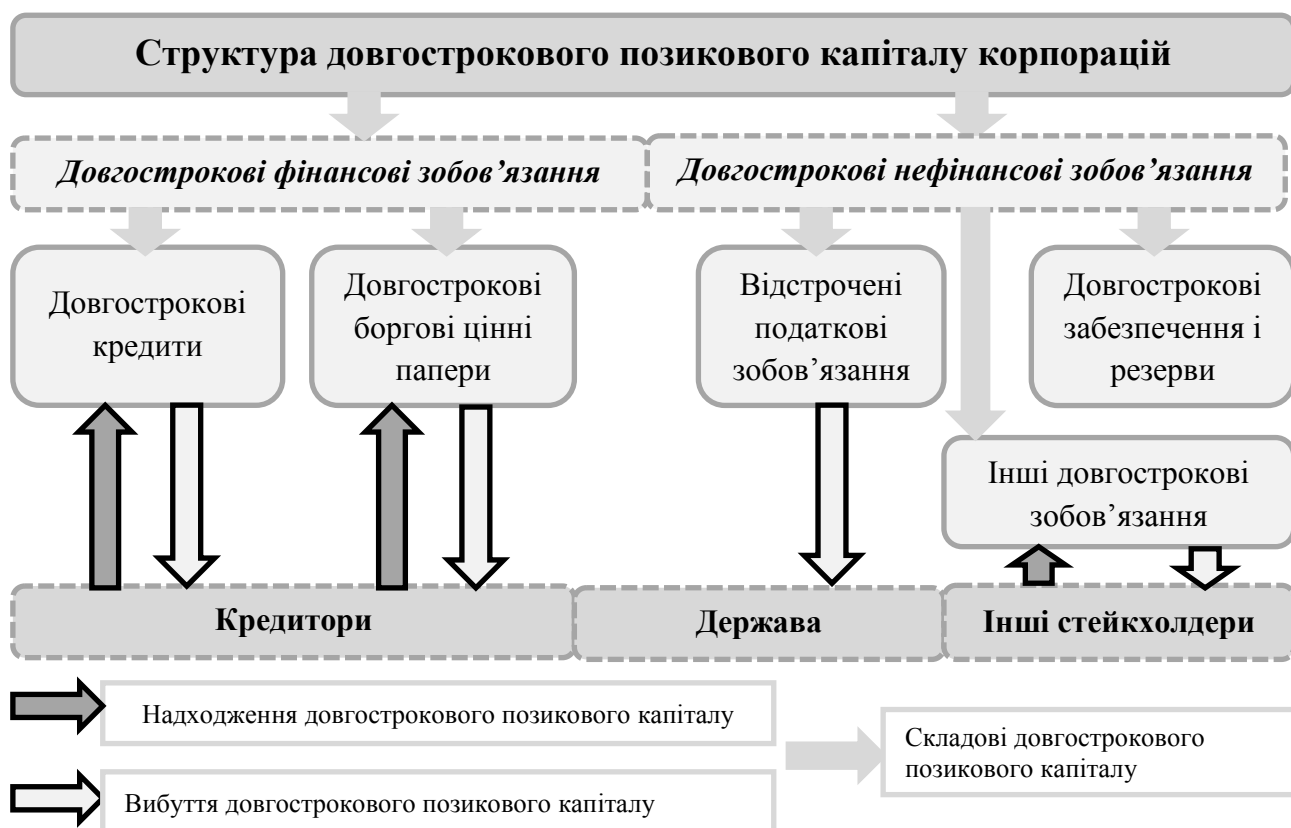


Рис.2.5 Структура довгострокового позикового капіталу ЕКУ*

*Джерело: Побудовано автором на основі власних досліджень

За досліджуваний період середня питома вага довгострокового позикового капіталу (рис.2.6) має тенденцію до зростання протягом 2006-2009 рр з 11,49% до 33,39%, після чого протягом 2010-2015 рр спостерігається спадна тенденція, і станом на кінець 2015 р середня питома вага довгострокових зобов'язань становить 11,23%. Середня питома вага довгострокового позикового капіталу у структурі фінансування ЕКУ протягом 2006-2015 рр становить 20,78% (табл. 2.3).

Найбільшу питому вагу займають інші довгострокові зобов'язання (середня питома вага по ЕКУ протягом 2006-2015 рр становить 16,90%). Важливим компонентом, який згідно даних балансу входить до складу інших довгострокових зобов'язань, є довгострокові цінні папери, що в основному представлені корпоративними облігаціями.

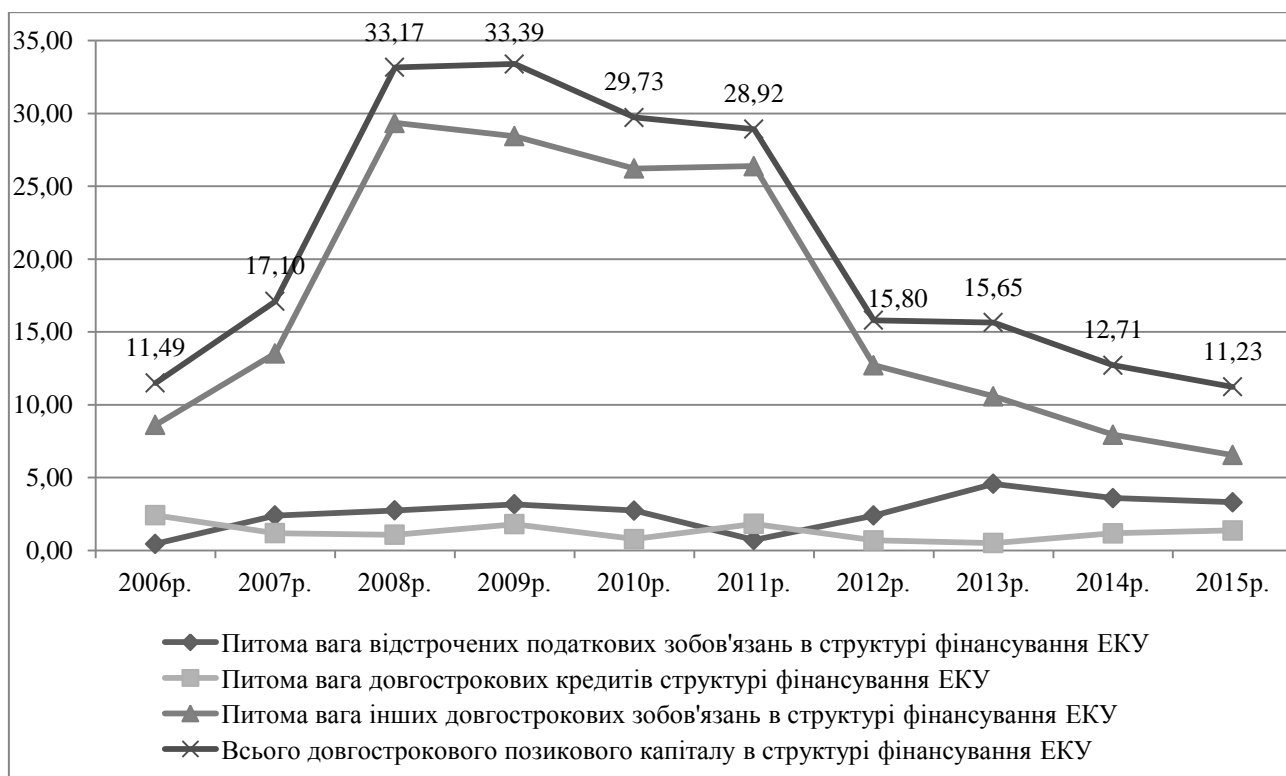


Рис.2.6 Питома вага компонентів довгострокового позикового капіталу у структурі фінансування ЕКУ у 2006-2015 рр (%)*

*Джерело: Побудовано автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Також вагомою складовою довгострокових зобов'язань є довгострокова заборгованість перед ДП «Енергоринок» за куповану електроенергію. Варто зазначити, що це заборгованість, яка не виникає в ході нормального операційного циклу, і є пролонгованою заборгованістю за куповану на ОРЕ електроенергію в результаті укладених договорів реструктуризації заборгованості.

Середня питома вага довгострокових кредитів у структурі фінансування ЕКУ протягом 2006-2015 рр є незначною і становить 1,27%, а середня питома вага відстрочених податкових зобов'язань – 2,61%. У розрізі окремих корпорацій середня питома вага довгострокового позикового капіталу в структурі фінансування ЕКУ у 2006-2015 рр також суттєво коливається від 1,11% у ПАТ «Черкасиобленерго» до 51,90% у ПАТ «Миколаївобленерго».

Таблиця 2.3

**Середня питома вага компонентів довгострокового позикового капіталу
у структурі фінансування ЕКУ за 2006-2015 рр***

№ п/п	Назва корпорації	ВПЗ, %	ДК, %	ІДЗ, %	Всього, %
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	4,72	0,12	26,20	31,04
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	2,72	4,40	19,71	26,82
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	1,31	0,00	38,23	39,54
4	ПАТ «Волиньобленерго»	7,53	0,00	1,90	9,42
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	0,95	0,32	32,70	33,97
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	2,27	0,11	24,32	26,70
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	3,38	2,49	4,10	9,97
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	1,49	0,55	47,39	49,43
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	0,00	0,00	3,04	3,04
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	3,84	4,10	5,48	13,42
11	ПАТ «Львівобленерго»	3,29	0,00	8,21	11,51
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	2,27	0,19	49,44	51,90
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	0,11	0,00	29,66	29,77
14	ПАТ «Київобленерго»	3,24	0,00	10,40	13,65
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	4,15	3,35	34,35	41,85
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	0,00	2,79	2,47	5,26
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	3,98	0,00	11,30	15,28
18	ПАТ «Сумиобленерго»	0,00	0,00	1,26	1,26
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	4,95	0,00	3,05	8,01
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	7,20	0,00	6,90	14,11
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	0,00	5,03	32,98	38,01
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	6,09	0,00	5,86	11,95
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	0,40	0,00	0,70	1,11
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	2,87	0,00	34,95	37,82
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	0,12	0,00	2,67	2,79
26	ПАТ «Київенерго»	0,94	9,51	2,12	12,56
Середнє значення		2,61	1,27	16,90	20,78

**Джерело: Побудовано автором на основі даних фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]*

Максимального значення питома вага довгострокових зобов'язань протягом досліджуваного періоду набуває у ПАТ «ДТЕК «Донецькобленерго» (додаток В) у 2011р – 131,97% (значення більше 100% зумовлене тим, що власний капітал має відємну величину), мінімального – 0% набуває у ПАТ «Волиньобленерго» у 2006р, ПАТ «Закарпаттяобленерго» у 2006-2007 рр, ПАТ «Черкасиобленерго» у 2006-2012 рр, ПАТ «Вінницяобленерго», ПАТ

«Дніпрообленерго» у 2007р, ПАТ «ЕК«Чернігівобленерго», ПАТ «Сумиобленерго», ПАТ «Прикарпаттяобленерго» у 2014-2015 рр.

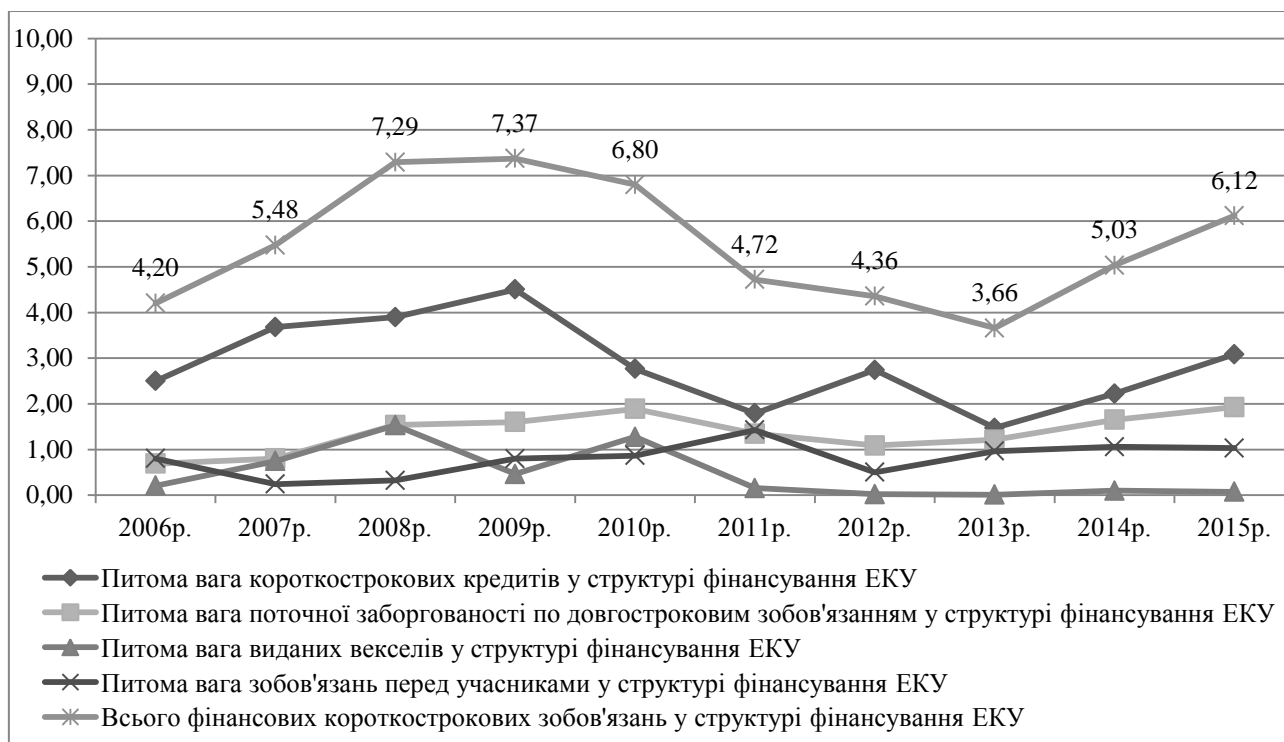


Рис.2.7 Питома вага короткострокових фінансових зобов'язань у структурі фінансування ЕКУ у 2006-2015 рр*

*Джерело: Побудовано автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Наступним важливим короткостроковим джерелом фінансування ЕКУ у 2006-2015 рр виступають короткострокові фінансові зобов'язання: короткострокові кредити, видані векселі, поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями та поточні зобов'язання перед учасниками (рис.2.7). У структурі фінансування ЕКУ короткострокові фінансові зобов'язання займають досить незначну середню питому вагу (5,50%), при цьому спостерігається циклічна тенденція щодо їх коливання протягом 2006-2015 рр. Як бачимо з рис.2.7, протягом 2006-2009 рр спостерігається збільшення середньої питомої ваги короткострокових фінансових зобов'язань у структурі фінансування енергопостачальних корпорацій з 4,20% у 2006 р до 7,37% у 2009 р (максимальне значення).

Протягом 2010-2014 рр відбувається зменшення середньої питомої ваги короткострокових фінансових зобов'язань у структурі фінансування енергопостачальних корпорацій до 3,66% (мінімальне значення) у 2013 р, після чого знову простежується чітка тенденція до зростання. Станом на кінець 2015р середня питома вага короткострокових фінансових зобов'язань у структурі фінансування ЕКУ становить 6,12%.

Наявність короткострокових кредитів є надзвичайно важливою для діяльності окремих енергопостачальних корпорацій (табл. 2.4), до яких можна віднести ПАТ «ЕК «Херсонобленерго» (середня питома вага короткострокових кредитів за досліджуваний період становить 13,57%, при максимальному значенні 22,97% у 2011р.) та ВАТ «Кіровоградобленерго» (середня питома вага короткострокових кредитів за досліджуваний період становить 11,47%, при максимальному значенні 32,77% у 2008 р).

До корпорацій, які регулярно використовують короткострокові банківські кредити як джерела фінансування своєї господарської діяльності можна віднести: ВАТ «ЕК «Житомиробленерго», ПАТ «Прикарпаттяобленерго», ПАТ «Львівобленерго», ПАТ «Миколаївобленерго», ПАТ «ЕК «Одесаобленерго», ВАТ «Тернопільобленерго». Поряд з цим є корпорації, які взагалі не використовують короткострокові банківські кредити як джерело фінансування своєї діяльності (ВАТ «АК «Харківобленерго»).

Середня питома вага виданих векселів у структурі фінансування ЕКУ у 2006-2015 рр є незначною і становить 0,46%. Найбільшою вона є у ВАТ «Тернопільобленерго» (3,89%), ПАТ «ЕК «Севастопольенерго» (3,76%) та ВАТ «Кіровоградобленерго» (3,09%). Значна частина корпорацій взагалі не використовує векселі як джерело фінансування (ПАТ «Київенерго», ПАТ «ЕК Чернівціобленерго», ПАТ «Черкасиобленерго», ПАТ «Хмельницькобленерго», ВАТ АК «Харківобленерго», ПАТ «Сумиобленерго», ПАТ «Рівнеобленерго», ПАТ «Київобленерго», ПАТ «Закарпаттяобленерго», ПАТ «Миколаївобленерго», ВАТ «Запоріжжяобленерго», ВАТ «ЕК «Житомиробленерго», ПАТ «Волиньобленерго», ПАТ «Вінницяобленерго», ПАТ «ДТЕК Крименерго»).

Таблиця 2.4

Середня питома вага компонентів короткострокових фінансових зобов'язань у структурі фінансування ЕКУ за 2006-2015 рр (%)*

№ п/п	Назва корпорації	КК, %	ПЗДЗ, %	В, %	У, %	Всього %
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	0,67	2,15	0,00	0,03	2,84
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	3,58	0,43	3,76	8,06	15,84
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	0,49	1,20	0,00	0,16	1,85
4	ПАТ «Волиньобленерго»	1,43	0,36	0,00	0,01	1,80
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	0,85	3,94	0,42	0,43	5,65
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	0,13	1,65	0,11	0,41	2,30
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	2,88	1,76	0,00	0,49	5,13
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	1,02	5,39	0,00	0,13	6,54
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	3,22	0,04	0,10	0,19	3,55
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	11,47	0,23	3,09	3,49	18,28
11	ПАТ «Львівобленерго»	3,05	1,18	0,18	0,01	4,41
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	1,33	2,55	0,00	0,03	3,92
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	2,30	1,23	0,00	0,12	3,64
14	ПАТ «Київобленерго»	3,59	2,00	0,00	0,52	6,11
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	4,66	1,38	0,01	0,16	6,21
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	1,91	0,02	0,06	1,08	3,08
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	3,78	2,17	0,00	0,77	6,72
18	ПАТ «Сумиобленерго»	2,04	0,18	0,00	0,24	2,47
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	3,86	0,08	3,89	0,00	7,82
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	0,00	0,01	0,00	0,06	0,07
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	13,57	2,36	0,15	2,21	18,29
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	0,85	0,89	0,00	0,16	1,91
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	0,12	0,00	0,00	0,00	0,12
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	1,00	2,10	0,00	0,11	3,20
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	4,76	0,18	0,08	0,39	5,42
26	ПАТ «Київенерго»	1,80	2,37	0,00	1,56	5,74
Середнє значення		2,86	1,38	0,46	0,80	5,50

*Джерело: Побудовано автором на основі даних фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Середня питома вага поточної заборгованості за довгостроковими зобов'язаннями у структурі фінансування ЕКУ у 2006-2015 рр становила 1,38%. В розрізі корпорацій найбільша середня питома вага поточної заборгованості за довгостроковими зобов'язаннями у ВАТ «Запоріжжяобленерго» – 5,39%. Немає поточної заборгованості за довгостроковими зобов'язаннями у ПАТ «Черкасиобленерго».



Рис.2.8 Питома вага операційних поточних зобов'язань у структурі фінансування ЕКУ у 2006-2015 рр*

*Джерело: Побудовано автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Середня питома вага поточної заборгованості перед учасниками у структурі фінансування ЕКУ у 2006-2015 рр становила 0,80%. В розрізі корпорацій найбільша середня питома вага поточної заборгованості перед учасниками у ПАТ «ЕК «Севастопольенерго» – 8,06%. Немає поточної заборгованості перед учасниками у ПАТ «Черкасиобленерго» та у ВАТ «Тернопільобленерго».

Структура короткострокового фінансування корпорацій у значній мірі детермінується операційними поточними зобов'язаннями, які виникають в процесі господарської діяльності ЕКУ (рис.2.8). Середня питома вага операційних поточних зобов'язань у структурі фінансування ЕКУ протягом 2006-2015 рр становить 26,23%. При цьому спостерігаються її значні коливання впродовж досліджуваного періоду. Протягом 2006-2013 рр відмічається стійка

тенденція до зменшення питомої ваги поточних зобов'язань та забезпечень з 45,54% у 2006 р до 17,78% у 2013 р, проте впродовж 2014-2015 рр простежується тенденція щодо її зростання до 29,98% станом на кінець 2015 р.

Середня питома вага операційних поточних зобов'язань у структурі фінансування ЕКУ протягом 2006-2015 рр суттєво варіюється в розрізі окремих корпорацій (табл. 2.5). Так, у ПАТ «ДТЕК «Донецькобленерго» вона становить 103,34% всіх джерел фінансування (значення більше 100% зумовлене тим, що сукупний довгостроковий капітал має від'ємну величину). Поряд з цим, найменша середня питома вага операційних поточних зобов'язань у структурі фінансування ЕКУ протягом 2006-2015 рр характерна для ВАТ «ЕК «Житомиробленерго» і становить 8,59%.

Короткострокові фінансові зобов'язання, як показує проведений аналіз, виконують роль інструмента регулювання поточного рівня ліквідності ЕКУ. Їх час від часу використовують більшість корпорацій задля фінансування поточних потреб господарської діяльності. Середня питома вага кредиторської заборгованості (основою якої є заборгованість перед ДП «Енергоринок» за поставлену електроенергію) у структурі фінансування ЕКУ протягом 2006-2015 рр становить 13,26% (табл. 2.5).

Вона є результатом несвоєчасності розрахунків з ДП «Енергоринок» за поставлену електроенергію та іншими постачальниками чи підрядниками за придбані товари, виконані роботи чи надані послуги. Найбільшого значення кредиторська заборгованість набуває у ПАТ «ДТЕК «Донецькобленерго» – 86,83%, найменшого – у ВАТ «ЕК «Житомиробленерго» – 1,09%.

Середня питома вага отриманих авансів (формується за рахунок авансових платежів споживачів електроенергії) протягом 2006-2015 рр становить 6,66%. Найбільшого значення вона набуває у ПАТ «ДТЕК «Дніпроенерго» – 12,37%, найменшого у ПАТ «Вінницяобленерго» – 3,69%. Фактично авансові платежі в рахунок майбутніх поставок електроенергії виступають для ЕКУ джерелами фінансування поточних виплат господарської діяльності.

Таблиця 2.5

**Середня питома вага компонентів операційних поточних зобов'язань
у структурі фінансування ЕКУ за 2006-2015 рр (%)***

№ п/п	Назва корпорації	КЗ, %	А, %	ОП, %	Б, %	ПЗ, %	ПЗ, %	Всього, %
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	26,93	8,62	0,79	2,24	0,55	0,43	39,56
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	2,74	9,32	0,19	0,56	0,02	2,86	15,69
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	20,53	3,69	1,05	9,86	0,77	0,24	36,13
4	ПАТ «Волиньобленерго»	5,05	5,24	0,54	1,16	0,48	0,28	12,75
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	19,68	12,37	0,82	2,19	0,66	3,87	39,58
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	86,83	7,44	0,73	1,55	1,03	5,76	103,34
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	1,09	2,90	0,39	0,64	0,48	0,83	6,34
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	20,07	5,76	0,71	2,46	0,24	1,87	31,10
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	1,81	6,10	0,70	1,64	1,26	0,90	12,40
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	1,83	5,16	0,47	0,70	0,93	3,33	12,43
11	ПАТ «Львівобленерго»	2,94	4,41	1,07	2,82	0,24	0,35	11,83
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	15,28	9,55	0,83	1,25	3,64	1,41	31,97
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	14,92	6,08	0,94	1,53	0,10	0,38	23,95
14	ПАТ «Київобленерго»	3,56	6,99	0,66	0,98	3,54	0,71	16,45
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	4,21	7,43	0,40	0,64	1,84	7,67	22,17
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	17,32	10,82	1,37	2,85	0,82	3,48	36,66
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	2,17	4,16	0,50	0,61	3,01	0,43	10,87
18	ПАТ «Сумиобленерго»	1,53	5,24	1,13	1,58	0,75	1,11	11,35
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	4,78	4,46	0,72	1,05	0,27	2,76	14,04
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	7,65	7,19	0,45	1,12	0,68	1,57	18,66
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	2,53	7,62	0,52	0,76	0,33	1,24	13,00
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	8,99	5,00	0,86	1,31	0,59	1,47	18,22
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	27,65	4,97	0,61	3,05	0,55	17,29	54,12
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	20,38	7,68	0,74	1,61	0,48	1,17	32,06
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	1,30	6,76	1,53	2,18	0,15	3,14	15,07
26	ПАТ «Київенерго»	22,97	8,26	0,44	1,19	0,83	8,49	42,18
Середнє значення		13,26	6,66	0,74	1,83	0,93	2,81	26,23

*Джерело: Побудовано автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Середня питома вага заборгованості з оплаті праці (виникає в результаті не виплати заробітної плати працівникам) протягом 2006-2015 рр становить 0,74%. Найбільшого значення вона набуває у ПАТ «Чернівгівобленерго» – 1,53%, найменшого – у ПАТ «ЕК «Севастопольенерго» – 0,19%. Середня питома вага поточних зобов'язань перед державою (виникає в результаті несплати податків, зборів та соціальних внесків) протягом 2006-2015 рр становить 1,83,%. Найбільшого значення вона набуває у ПАТ

«Вінницяобленерго» – 9,86%, найменшого у ПАТ «ЕК «Севастопольенерго» – 0,56%. Середня питома вага поточних забезпечень (формується у вигляді резервів для здійснення поточних виплат) протягом 2006-2015 рр становить 0,93,%. Найбільшого значення вона набуває у ПАТ «Миколаївобленерго» – 3,64%, найменшого у ПАТ «ЕК «Севастопольенерго» – 0,02%. Середня питома вага інших поточних зобов'язань (виникають у процесі господарської діяльності) протягом 2006-2015 рр становить 2,81,%. Найбільшого значення вона набуває у ПАТ «Черкасиобленерго» – 17,29%, найменшого у ПАТ «Львівобленерго» – 0,35%.

На основі проведеного аналізу бачимо, що фінансова структура ЕКУ є досить неоднорідною в розрізі окремих корпорацій. Проведений аналіз свідчить про наявність спільних для всіх енергопостачальних корпорацій України проблем, пов'язаних з недосконалістю фінансової структури. З одного боку ці проблеми криються в площині відсутності чіткої структури фінансового управління, оскільки діюча організаційна структура базується на функціональному підході розподілу повноважень, при цьому структурні підрозділи не несуть відповідальність за формування фінансових результатів діяльності корпорації.

Така ситуація вимагає проведення управлінської фінансової реструктуризації на основі створення центрів фінансової відповідальності та формування ефективної структури фінансового управління ЕКУ. З іншого боку, проведений аналіз структури фінансування ЕКУ за 2006-2015 рр показав наявність значних диспропорцій у структурі джерел фінансування. З однієї сторони власний капітал протягом досліджуваного періоду в середньому становить близько 47,50% всіх джерел фінансування ЕКУ.

Проте його основою є додатковий капітал, який складає 43,67% всіх джерел фінансування ЕКУ у 2006-2015 рр. По своїй природі, це фіктивний капітал, який виникає в процесі переоцінки вартості необоротних активів і не пов'язаний із додатковим залученням власного капіталу в господарську діяльність корпорації. Статутний капітал складає лише 4,67% всіх джерел

фінансування ЕКУ у 2006-2015 рр. На основі аналізу динаміки статутного капіталу ЕКУ, можна дійти висновку, що він не виконує функцію джерела фінансування розвитку ЕКУ, а є лише інструментом перерозподілу власності. Це підтверджується тим фактом, що протягом 2006-2015 рр відбулась лише одна додаткова емісія акцій ПАТ «ЕК «Одесаобленерго» шляхом приватного розміщення простих акцій на 100 млн.грн.

Разом з тим, проведений аналіз статутного капіталу (додаток Е) показав, що станом на 31.12.2015 р у власності держави знаходиться лише 6 ЕК із 26 досліджуваних, решта знаходяться в приватній власності (або входять до енергетичних холдингів, або ж знаходяться у власності компаній-нерезидентів). Причому структура власності внаслідок купівлі-продажу різних за обсягом пакетів акцій ЕКУ постійно змінюється, але ці трансакції ніяк не впливають на надходження власного капіталу для фінансування діяльності ЕКУ.

Середня питома вага нерозподіленого прибутку (непокритого збитку) набуває від'ємного значення (-1,40%), що зумовлено значним рівнем збитковості окремих ЕКУ, та відображає той факт, що у більшості корпорацій прибуток не є джерелом реального фінансування господарської діяльності (з одного боку можливий факт наявності збитку, а з іншого ситуація, коли увесь отриманий прибуток розподіляється серед акціонерів у вигляді дивідендів).

Середня питома вага резервного капіталу становить 0,51%. Він створюється корпораціями з метою формування резервів на випадок виникнення фінансових труднощів у майбутніх періодах. Та проведений аналіз засвідчує той факт, що сформованого обсягу резервного капіталу явно не достатньо для покриття можливих збитків у майбутньому. Це є свідченням того, що резервний капітал лише номінально виконує свою основну функцію.

Що ж стосується довгострокового капіталу, то лише його частина пов'язана із реальним залученням позикового капіталу. З одного боку це довгострокові банківські кредити (середня питома вага за 2006-2015 рр становить лише 1,27% в структурі фінансування ЕКУ). З іншого боку – це емітовані енергопостальними корпораціями довгострокові облігації, які в балансі входять до складу інших довгострокових зобов'язань.

Основою другої складової інших довгострокових зобов'язань ЕКУ є реструктуризована заборгованість перед ДП «Енергоринок» за поставлену електроенергію. Фактично вона є довгостроковим зобов'язанням ЕКУ по оплаті електроенергії, яка спожита та неоплачена в попередні періоди. Відстрочені податкові зобов'язання, на нашу думку, скоріше є вимушеним, але не основним джерелом фінансування ЕКУ, наявність якого є свідченням деформацій фінансових відносин між державою і корпораціями, та неможливості останніх повністю виконати свої зобов'язання по сплаті податків, зборів та соціальних внесків.

На основі проведеного аналізу фінансової структури ЕКУ у 2006-2015 рр можна дійти висновку, що вона потребує трансформації у формі проведення фінансової реструктуризації. На нашу думку, в першу чергу фінансова реструктуризація ЕКУ повинна бути спрямована на ті компоненти фінансової структури, в яких виявлені структурні диспропорції, та які є наслідком деформації фінансових відносин між енергопостачальною корпорацією та окремими рупами стейкхолдерів.

2.2. Витрати на капітал як інтегральний показник ефективності формування фінансової структури енергопостачальних корпорацій України

Для прийняття економічно обґрунтованих рішень щодо розподілу фінансових ресурсів і оцінки результатів діяльності корпорації необхідним є показник, який виступає граничною межею між створенням і руйнуванням вартості. Таким показником виступає ставка витрат на капітал, яка характеризує якість та ефективність фінансових рішень, що приймаються менеджментом корпорації. Вона є ключовим параметром оцінки результатів діяльності корпорації у системі вартісно-орієнтованого менеджменту (*Value Based Management, VBM*) і є невід'ємною складовою процесу оцінки якості фінансових рішень.

За своєю економічною суттю ставка витрат на капітал – це плата за капітал, який інвестується в господарську діяльність корпорації. Р. Ібботсон (професор Єльського університету) зазначає: «Вартість капіталу є затребуваною інвесторами платою за ризик, який виникає в результаті того, що майбутні грошові потоки корпорації можуть відрізнятись від передбачуваних ними у момент здійснення інвестицій» [152].

Будь-який інвестор, вкладаючи гроші в купівлю акцій тієї чи іншої корпорації, бере на себе всі ризики, які пов'язані з володінням даними цінними паперами. Відповідно чим більш ризиковою буде корпорація, тим більший потенційний дохід буде вимагати акціонер на вкладені ним інвестиції, що знайде своє вираження у ставці витрат на капітал. По суті ставка витрат на капітал відображає ту дохідність, яку інвестор очікує отримати у процесі вкладення грошей у купівлю акцій корпорації. Проте, в процесі оцінки ставки витрат на капітал варто розглядати не лише дохідність, але і ризики, що пов'язані з вкладенням грошей у акції корпорації.

Методики відрізняються між собою підходами, які використовуються для розрахунку премії за ризик акціонерного капіталу. Найбільш розповсюдженими методиками визначення ставки витрат на власний капітал, які пов'язують між собою дохідність і ризиковість акцій, є модель оцінки капітальних активів (*Capital Assets Pricing Model, CAPM*) та модель кумулятивної побудови (*build-up method, BM*). Основною відмінністю між зазначеними методиками є специфіка застосування та розрахунку фактора ризику конкретної акції, який модифікує загальну премію за ризик акціонерного капіталу і, відповідно, визначає затребувану ставку витрат на власний капітал.

В контексті моделі CAPM ринковий систематичний ризик вимірюється фактором ризику бета (*β -коефіцієнт*). Бета вимірює чутливість перевищення сукупної ринкової дохідності (ринкової дохідності понад дохідність, яку забезпечує безризикова відсоткова ставка) окремого цінного паперу (портфеля цінних паперів) над перевищенням ринкової дохідності певного вимірника ринку, в якості якого як правило виступають для ринку США індекс Standard &

Poor's (S&P) 500 або NYSE Composite Index. Класичне рівняння CAPM [153] має наступний вигляд (2.1):

$$R_e = R_f + \beta_e \times (R_m - R_f) \quad (2.1),$$

де R_e – ставка витрат на власний капітал; R_f – дохідність по безризикових цінних паперах; β_e – коефіцієнт бета; R_m – середньоринкова дохідність цінних паперів. Класична модель CAPM відображає фундаментальні погляди щодо взаємозв'язку ризику і дохідності акцій. Вона є своєрідним каркасом для основних концепцій ціноутворення активів і портфельної теорії, залишаючись при цьому простою як для розуміння, так і для застосування. Проте класична CAPM не завжди на практиці дає коректні результати, що підтверджується рядом емпіричних аналітичних досліджень таких американських та європейських науковців як М. Демпсі [154], Ш. Пратт та Р. Грабовські [152] та П. Фернандес [155].

Основні недоліки моделі CAPM лежать в площині теоретичних припущень, щодо умов, за яких функціонує модель (відсутність трансакційних витрат, відсутність витрат банкрутства, обмежені можливості корпорацій у фінансуванні, інвестиційний портфель є повністю диверсифікованим). Проте не зважаючи на зазначені недоліки CAPM є основою для розробки інших модифікованих моделей, які мають більш прагматичний характер.

Необхідно детальніше зупинитись на особливостях коректного розрахунку та використання окремих компонентів моделі. Базовою компонентою моделі є безризикова відсоткова ставка (R_f). На думку А. Дамодарана, актив є безризиковим, якщо ми точно знаємо пов'язаний з ним очікуваний дохід, тобто фактичний дохід дорівнюватиме очікуваному [156, с.202]. Така ситуація є можливою при відсутності ризику дефолту та ризику реінвестування. Всі корпоративні цінні папери володіють ризиком дефолту. Загальновизнаним є той факт, що умовно без ризиковими вважаються державні цінні папери з гарантією уряду. В якості безризикової ставки Ю. Фама пропонує використовувати довготермінові облігації уряду США [157]. На

практиці в якості безризикової ставки дохідності для оцінки ставки витрат на власний капітал вибирають ставку дохідності по 10 або 20 річним облігаціям казначейства США (*t-bonds*), для оцінки короткострокових інвестицій також може застосовуватись ставка по короткострокових казначейських зобов'язаннях (*t-bills*).

Як справедливо зазначає О. Терещенко, огляду на неможливість об'єктивного розрахунку безризикової ставки дохідності та відсутність вірогідної інформації з локального фондового ринку, для України адекватними моделями обчислення ставки дисконтування будуть ті, які передбачають урахування глобальної безризикової ставки, глобальної премії за ризик та мінімальне використання даних вітчизняного фондового ринку як інформаційної бази [84, с.66].

Премія за ризик акціонерного капіталу (*equity risk premium, ERP*) в науково-практичній літературі по-іншому ще називається ринковою премією за ризик (*market risk premium, RP_m*). Фактично це еквівалентні категорії, які використовуються для характеристики рівня додаткової дохідності понад дохідність без ризикових цінних паперів, яку вимагають інвестори як плату за ризик вкладення в ринковий портфель звичайних акцій, що входять до складу бази розрахунку фондового індексу. Р. Грінольд, К. Кронер і Л. Сігел у своїй праці доходять висновку, що ринкова премія за ризик є безсумнівно найбільш важливою змінною у корпоративних фінансах [158, с.53].

На думку А. Дамодарана, премія за ризик на розвиненому фондовому ринку (*mutual market*) повинна вимірювати, який в середньому додатковий дохід вимагають інвестори при інвестуванні у фінансовий актив в порівнянні з безризиковим активом [156, с.208]. Якщо в якості безризикової ставки використовувати ставку дохідності по довгострокових облігаціях уряду США (*10 or 20 years T-bonds*), то премією за ризик є сума перевищення над цією ставкою. Ринкова премія за ризик (*RP_m*) визначається як (2.2):

$$RP_m = R_m - R_f \quad (2.2)$$

Фінансисти-практики з Duff&Phelps Р. Грабовські, Дж. Харрінгтон та К. Н'юнз зазначають, що премія за ризик акціонерного капіталу – концепція зорієнтована на майбутнє. По суті це очікування на дату оцінки, для яких немає безпосередньо спостережуваних ринкових котирувань. Премія за ризик капіталу, на їх думку, – це функція очікуваної дохідності диверсифікованого портфеля акцій за мінусом очікуваної дохідності безризикових цінних паперів з якою вона порівнюється впродовж певного періоду часу. А. Дамодаран визначаючи потенційну премію за ризик акціонерного капіталу спершу знаходить ставку дисконту, яка співставляє поточне значення індексу S&P 500 з оцінками розподілу грошових потоків (дивіденди і викуп акцій) у майбутніх періодах. Потім він віднімає поточну прибутковість 10-річних облігацій уряду США [156, с.209].

Дж. Раві та В. Джен'ю запропонували для оцінки ринкової премії за ризик акціонерного капіталу використовувати модель спреду дефолту (*Default spread model, DSM*). Модель спреду дефолту базується на припущенні, що довгострокова середня премія за ризик акціонерного капіталу є константою і відхилення від цієї середньої величини протягом економічного циклу зумовлені коливанням довгострокового середнього спреду дефолту [159]. Проте, як справедливо зазначають в Duff&Phelps, премія за ризик акціонерного капіталу, розрахована в такий спосіб, все ще інтерпретується як відносна додаткова дохідність акції понад дохідність безризикових цінних паперів.

С. Хассет розвинув модель для визначення премії за ризик акціонерного капіталу, а також прогнозованого рівня індексу S&P 500, базуючись на поточній дохідності довгострокових облігацій уряду США і фактору ризикової премії (*RPF*). Фактор ризикової премії – це емпірично виявлений зв'язок між безризиковою відсотковою ставкою, дохідністю S&P 500, реальними відсотковими ставками та реальним зростанням ВВП до індексу S&P 500 протягом тривалого часу [160]. На практиці досить часто здійснюють коригування премії за ризик акціонерного капіталу.

Систематичний ризик здійснює вплив на всі корпорації незалежно від розміру і галузі. Бета (β) – це коефіцієнт регресії між дохідністю окремої акції і ринку в цілому (фондового індексу). Коефіцієнт (β) виступає як міра систематичного ризику, його економічна сутність полягає в тому, що різні корпорації по-різному піддаються впливу одного й того ж виду ризику. Якщо коефіцієнт ($\beta < 1$), то корпорації піддаються ризику в меншій мірі, якщо ж ($\beta > 1$), то корпорації є більш ризиковими, при цьому середньоринкове значення дорівнює 1, що фактично відповідає середньоринковому рівню ризику. Варто зазначити, що β в класичній моделі *SAPM* враховує лише систематичний (ринковий) ризик активу, до якого відносяться ризики, що пов'язані з макроекономічною кон'юнктурою, які не можуть бути мінімізовані шляхом диверсифікації.

Одним зі способів розрахунку коефіцієнта бета (β) є використання фундаментальних показників діяльності корпорації. На думку А. Дамодарана, коефіцієнт бета (β) корпорації детермінується наступними трьома змінними: вид діяльності, рівень операційного левериджу, фінансовий леверидж. Коефіцієнт бета (β) вимірює ризик окремої акції в порівнянні з ринковим індексом, який є своєрідною мірою ринку [156, с.251]. Тому в залежності від галузевих особливостей акції тієї чи іншої корпорації можуть бути більш чи менш чутливими до коливань ринкового індексу, що знаходить своє вираження у більшому або меншому значенні коефіцієнта бета (β). Коефіцієнт бета є більшим для тих корпорацій, попит на продукцію яких більше залежить від ринкової кон'юнктури. І навпаки, якщо на продукцію корпорації є стабільний платоспроможний попит, то акції таких корпорацій володіють меншим коефіцієнтом бета.

Рівень операційного левериджу (*operating leverage, $O_{Lev.}$*) корпорації детермінується структурою її витрат, та виражається у співвідношенні між постійними і змінними. Корпорація, в структурі витрат якої є значна питома вага постійних витрат, володіє вищим рівнем операційного левериджу, що виражається у більших коливаннях операційного доходу (*operating income, OI*),

та більшому коефіцієнті бета (β). Рівень фінансового левериджу (*financial leverage*, $F_{Lev.}$) детермінується структурою капіталу та виражається у співвідношенні між позиковим та власним капіталом (D/E). Корпорація, в структурі капіталу якої більша частка позикового капіталу, має вищий рівень фінансового левериджу та в результаті вищий коефіцієнт бета (β). Коефіцієнт бета характеризує операційну ризиковість сфери діяльності корпорації та залежить від ризику пов'язаного з фінансовим левериджем.

Фінансовий леверидж мультиплікує ризик, що пов'язаний з певним видом діяльності корпорації збільшуючи таким чином коефіцієнт бета. В контексті взаємозв'язку структури капіталу (фінансового левериджу) та коефіцієнта бета досить цінним є рівняння Р. Хамади [161], яке в роботі А. Дамодарана має декілька модифікацій:

$\beta_L = \beta_u \times (1 + (1 - t) \times D/E)$ – базова модифікація, коли $\beta_d = 0$ (тобто позиковий капітал є безризиковим);

$\beta_L = \beta_u \times 1 + D/E$ – модифікація, яка не враховує податковий ефект;

$\beta_L = \beta_u \times 1 + 1 - t \times D/E - \beta_d \times (1 - t) \times D/E$ – модифікація, коли коефіцієнт $\beta_d > 0$.

Попри значну поширеність на практиці, використання у реальних умовах формули Р. Хамади має ряд недоліків. Зокрема, зазначена формула є прямим наслідком другого закону М. Міллера і Ф. Модільяні [18], який базується на припущеннях про безризиковий характер корпоративного боргу (тобто позиковий капітал залучається по без ризиковій відсотковій ставці) та з урахуванням оподаткування.

Проте, на нашу думку, у процесі оцінки ставки витрат на власний капітал практичне застосування в українських реаліях для визначення коефіцієнту β_L має рівняння Р. Хамади, оскільки дозволяє врахувати систематичний ризик, що притаманний корпораціям β_u цінні папери яких обертаються на розвиненому фондовому ринку, та специфічний фінансовий ризик окремої корпорації, що виражається в коефіцієнті D/E . Тому вплив зростання питомої ваги позикового капіталу у структурі сукупного капіталу адекватно відобразатиметься в моделі,

результатом чого буде зростання ставки витрат на власний капітал. Ми вважаємо, що ставка витрат на власний капітал у більшій мірі детермінується саме структурою капіталу, а не відсотковою ставкою під яку залучається позиковий капітал. При цьому всі ризики, що пов'язані із залученням позикового капіталу адекватно відображаються у ставці витрат на позиковий капітал, для чого існують також спеціальні моделі, про які мова йтиме пізніше. Враховуючи вищезазначене, для визначення коефіцієнту β_L на практиці А. Дамодаран пропонує наступний алгоритм дій (рис.2.9) [162].

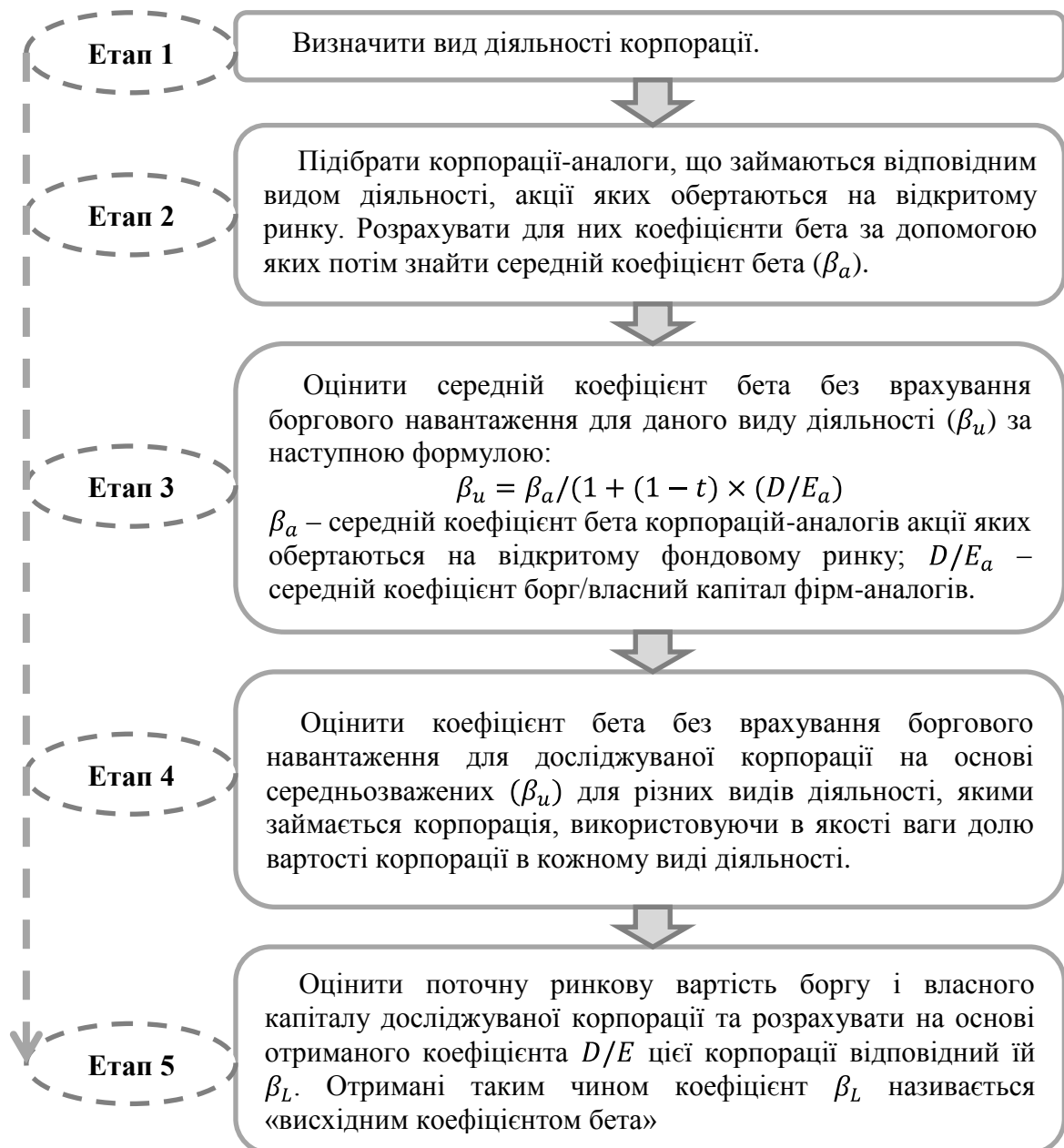


Рис.2.9 Алгоритм розрахунку коефіцієнта β_L

*Джерело: Складено автором на основі методології А.Дамодарана [156]

Отримані таким чином «висхідні коефіцієнти бета», на думку А. Дамодарана, є досконалішими в порівнянні з регресійними коефіцієнтами бета по наступним причинам:

- кожен регресійний коефіцієнт β оцінюється зі стандартною похибкою, при цьому середнє значення із декількох регресійних коефіцієнтів β має нижчу стандартну помилку;
- «висхідний коефіцієнт бета» можна використовувати для відображення змін у видах діяльності корпорації та у її активах;
- «висхідний коефіцієнт бета» враховує поточні зміни у структурі капіталу корпорації, що виражаються у зміні коефіцієнта D/E ;
- «висхідні коефіцієнти бета» дозволяють не враховувати ціни на акції корпорації. Дана перевага є особливо актуальною для країн, в яких немає розвиненого фондового ринку, проте є реальна потреба в оцінці ставки витрат на власний капітал корпорацій [156, с.257].

Варто зазначити, що *SAPM* розроблена для країн з розвиненим фондовим ринком (*mutual market*), наприклад США. Враховуючи той факт, що вітчизняний фондовий ринок відноситься до ринків, що розвиваються (*emerging markets*), він розглядається інвесторами як більш ризиковий з позиції капіталовкладень. З метою компенсації додаткових ризиків, які пов'язані з інвестиціями у певну країну (ризик країни), інвестори вимагають додаткову дохідність, яка збільшує ставку витрат на власний капітал.

Премія за ризик країни пов'язана з факторами, які потенційно можуть вплинути одразу ж на всі капіталовкладення в межах даної країни. В їх число входять політичні, економічні, фінансові та інституційні ризики типові для конкретної країни. Для оцінки ставки витрат на власний капітал в країнах, фондовий ринок яких розвивається (*emerging markets*), до яких відноситься і Україна, А. Дамодаран пропонує використовувати премію за ризик конкретної країни (*country risk premium, RP_c*). Для розрахунку премії за ризик країни (RP_c) А. Дамодаран рекомендує 2 підходи: на основі коливань фондового ринку, на базі оцінки спреда ризику дефолту (*Country Default Spread*) по державних

облігаціях країни [156, с.217]. Суть першого підходу полягає у розрахунку премії за ризик країни на основі волатильності фондового ринку. Відносна волатильність по країні розраховується як відношення волатильності локального фондового ринку до волатильності фондового ринку США. Ринкова премія за ризик країни визначається шляхом множення відносної волатильності фондового ринку на історичну ринкову премію за ризик інвестування у США. Оскільки фондовий ринок України є практично неліквідним для акцій, то використання першого підходу є вкрай обмеженим.

При використанні другого підходу розмір премії за ризик країни (RP_c) залежить від її кредитного рейтингу, а також від спреду дефолту (*Default Spread*) за державними цінними паперами. Спред дефолту країни розраховується як різниця між ставкою дохідності державних запозичень на локальному ринку (наприклад на ринку України) та ставкою дохідності державних цінних паперів на розвинутих ринках (приміром, дохідність за казначейськими облігаціями у США).

Як премія за ризик країни приймається усереднена величина спредів дефолтів по країнах із однаковим рейтингом. Є і ряд інших способів оцінки премії за ризик країни (RP_c). Зокрема з розвитком ринку позабіржових деривативів з'явилися рекомендації використовувати спреди свопів на кредитний дефолт (CDS) як оцінку премії за ризик країни. Існують також моделі, які використовують показники волатильності або «бети країни».

На думку М. Стецька [163], найбільш прийнятним підходом для розрахунку премії за ризик країни (RP_c), при умові відсутності достатньої інформаційної бази та неліквідності вітчизняного фондового ринку, є підхід, що базується на визначенні спреду дефолту по державних облігаціях України, який визначається на основі рейтингів суверенного боргу, складених міжнародними рейтинговими агентствами (*Standard&Poors, Moody's Investors Service, Fitch IBCA*). Ми поділяємо такий підхід до визначення премії за ризик країни. Для обґрунтування доцільності застосування такого підходу існує ряд емпіричних спостережень Г. Бекаерта і К. Харві, проведених з використанням даних країн,

які відносяться до ринків, що розвиваються (*emerging markets*). Проведені дослідження засвідчують той факт, що рух спреду дефолту суверенних облігацій країни і дохідності ринків акцій корельовані між собою, оскільки вони можуть мати одне джерело ризику. Премію за ризик інвестування в Україну, яка побудована на основі спреду дефолту державних облігацій у 2006-2016 рр, відобразимо в табл. 2.6.

Таблиця 2.6

Рейтинги і спред дефолту облігацій України та премія за ризик інвестування в Україну у 2006-2016 р.р.*

Рік	Рейтинг (Moody's)	Спред дефолту, б.п.	RP_c (Україна), %
2006	B1	400	6,00
2007	B1	350	5,25
2008	B1	350	5,25
2009	B1	650	9,75
2010	B2	550	8,25
2011	B2	500	7,50
2012	B2	500	7,50
2013	B3	600	9,00
2014	Сaa1	750	11,25
2015	Сaa3	1000	15,00
2016	Сaa3	1000	14,90

**Джерело: розраховано на основі даних на початок відповідного року за інформаційною базою А. Дамодарана [164]*

Як бачимо з наведеної вище табл.2.6, впродовж 2006-2016 рр премія за ризик інвестування в Україну (RP_c) має стійку тенденцію до зростання, яка, на нашу думку, зумовлена кризовими тенденціями вітчизняної економіки та суспільно-політичними потрясіннями, що переживає наша країна в останні роки. Основними перевагами моделі *SARМ* є з одного боку її гнучкий адаптивний характер, а з іншого – можливість поєднання інформації, яка отримана на основі даних розвинених фондових ринків, зі специфічними

фундаментальними показниками, що характеризують діяльність вітчизняних енергопостачальних корпорацій. Також зазначена модель дозволяє враховувати значну кількість ризиків, які формують ставку витрат на власний капітал для вітчизняних корпорацій, та зробити на цій основі кількісно обґрунтовану її оцінку з мінімальним використанням даних вітчизняного фондового ринку з одного боку та суб'єктивних суджень, що виникають у процесі оцінки з іншого.

$$R_e = R_f + \beta_e \times (R_m - R_f) + RP_c \quad (2.3)$$

У зв'язку з цим, на нашу думку, запропонована модель (2.3) може бути використана для оцінки ставки витрат на власний капітал енергопостачальних корпорацій України. З урахуванням зазначених вище переваг модифікованої моделі *CAPM* (2.3) вважаємо за доцільне застосувати її для оцінки ставки витрат на власний капітал ЕКУ у 2006-2015 рр. З метою імплементації моделі *CAPM* в процес оцінки ставки витрат на власний капітал (R_e) побудуємо табл. 2.7, в якій наведемо основні показники, що необхідні для її розрахунку.

В якості безризикової відсоткової ставки (R_f) з інформаційної бази професора А. Дамодарана візьмемо ставку дохідності по 10-річних облігаціях уряду США (10-years T-bonds) станом на кінець відповідного року [164]. Як альтернативну безризикову відсоткову ставку можна було би взяти ставку дохідності по короткостроковим казначейським зобов'язанням уряду США, яка є дещо меншою (для прикладу станом на січень 2015 р становила 3,53%), проте ми вважаємо, що для оцінки ставки витрат на власний капітал більш коректно використовувати ставку дохідності саме по 10-річних облігаціях уряду США (10-years T-bonds), що узгоджується з позицією Ю. Фама.

Ринкову премію за ризик акціонерного капіталу (RP_m) на розвинених ринках (ринок США) візьмемо з інформаційної бази професора А. Дамодарана. Коефіцієнт бета (β_u) визначений за допомогою аналогового підходу для галузі Power (згідно методології А. Дамодарана), яка включає енергопостачальні корпорації США. Як альтернативу можна було б використати показник відповідної галузі для ринків, що розвиваються (*emerging markets*) до бази

розрахунку яких входять акції деяких вітчизняних енергопостачальних корпорацій, проте, на нашу думку, враховуючи нижчу ефективність даних ринків отримані таким шляхом оцінки будуть менш точними.

Таблиця 2.7

Основні компоненти, необхідні для розрахунку ставки витрат на власний капітал (R_e) ЕКУ у 2006-2015 рр при використанні моделі CAPM

Показник	Значення показника									
	2006р.	2007р.	2008р.	2009р.	2010р.	2011р.	2012р.	2013р.	2014р.	2015р.
Безризикова відсоткова ставка R_f , %	5,20	5,26	5,45	5,24	5,28	5,41	5,38	5,21	5,28	5,23
Ринкова премія за ризик RP_m , %	4,91	4,79	5,00	4,50	5,00	6,00	5,80	5,00	5,75	6,00
Премія за ризик країни RP_c , %	5,25	5,25	9,75	8,25	7,50	7,50	9,00	11,25	15,00	14,90
Систематичний ризик галузі β_u	2,05	1,71	0,77	0,63	0,65	0,57	0,53	0,40	0,52	0,49
Ставка податку на прибуток t	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,23	0,21	0,19	0,18	0,18
Індекс інфляції в США, %	102,5	104,1	100,1	102,7	101,5	103,0	101,7	101,5	100,8	101,3
Індекс інфляції в Україні	111,6	116,6	122,3	112,3	109,1	104,6	99,80	100,5	124,9	143,3
Коефіцієнт фінансового левериджу K_L	Розраховується на основі даних енергопостачальних корпорацій									

*Джерело: розраховано автором на основі [164, 165, 166]

Коефіцієнт фінансового левериджу ($K_L = D/E$) для ЕКУ розрахований у додатку К.6. Премія за ризик країни (RP_c) визначена на основі спреду дефолту облігацій України (табл. 2.6). Оскільки розрахована за допомогою моделі CAPM ставка витрат на власний капітал номінована у доларах США ($R_{e(usd)}$), то для визначення її гривневого еквіваленту ($R_{e(uah)}$) необхідне коригування на рівні інфляції в США та Україні (2.4):

$$R_{e(uah)} = R_{e(usd)} \times \frac{T_{uah}}{T_{usa}} \quad (2.4)$$

Отже, розрахована за допомогою моделі *SAPM* ставка витрат на власний капітал ЕКУ (табл. 2.8 та додаток Л) фактично є відносним вираженням плати за інвестований акціонерами в господарську діяльність корпорації капітал, яка по своїй суті є затребуваною акціонерами платою за взятий ними рівень ризику вкладення в акції відповідної енергопостачальної корпорації.

Таблиця 2.8

**Ставка витрат на власний капітал (R_e) ЕКУ у 2010-2015 рр
розрахована за допомогою моделі *SAPM****

№	Назва корпорації	2010р.	2011р.	2012р.	2013р.	2014р.	2015р.
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	39,99	34,57	17,97	19,02	30,35	н/д
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	24,48	22,15	18,29	19,09	30,11	н/д
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	-86,09	40,23	20,87	19,39	30,73	33,79
4	ПАТ «Волиньобленерго»	17,93	16,81	17,21	18,35	28,99	32,74
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	48,06	21,52	18,41	19,16	29,74	34,49
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	16,43	10,74	18,05	19,56	31,44	32,01
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	17,83	17,05	17,46	18,54	29,47	33,37
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	47,91	27,38	23,34	22,69	35,51	41,13
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	17,27	16,64	17,22	18,30	28,97	32,73
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	21,39	17,57	17,83	18,96	30,72	35,52
11	ПАТ «Львівобленерго»	17,67	16,89	17,37	18,56	29,35	33,17
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	28,61	20,62	20,43	19,98	31,96	36,40
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	21,01	20,40	20,62	19,85	29,87	33,13
14	ПАТ «Київобленерго»	18,71	17,36	17,68	18,66	29,37	33,27
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	30,97	30,47	17,91	18,75	29,89	34,02
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	17,55	17,21	17,19	18,33	28,92	32,72
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	18,34	17,82	18,27	18,59	29,58	33,58
18	ПАТ «Сумиобленерго»	17,35	16,63	17,15	18,30	28,88	32,79
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	18,24	16,90	17,29	18,46	29,17	33,03
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	18,42	17,14	17,16	18,28	28,88	32,81
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	25,17	23,34	21,92	18,99	32,19	39,79
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	18,34	17,07	17,32	18,42	29,04	33,02
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	17,25	16,59	17,15	18,38	29,19	32,94
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	26,43	23,78	19,42	19,58	31,28	34,56
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	17,48	16,77	17,25	18,30	28,88	32,68
26	ПАТ «Київенерго»	18,52	18,97	17,35	18,90	29,93	33,63
Середнє значення		19,05	20,48	18,39	18,98	30,09	33,63

*Джерело: розраховано автором на основі [164, 165, 166] та показників фінансової звітності ЕКУ [126-151]

З проведених у табл. 2.8 та додатку Л розрахунків видно, що з одного боку на ставку витрат на власний капітал ЕКУ впливають зовнішні чинники, які притаманні економіці країни в цілому (знаходять своє вираження в премії за ризик країни, що має тенденцію до зростання табл.2.7), кон'юнктура фінансового ринку (ринкова премія за ризик, без ризикова ставка дохідності табл.2.7), а з іншого – фактори, пов'язані з діяльністю корпорації (в першу чергу – операційний і фінансовий ризики, що знаходять своє вираження в коефіцієнті β). З урахуванням зазначеного бачимо, що у більшості ЕКУ за 2006-2015 рр ставка витрат на власний капітал збільшується переважно за рахунок суттєвого зростання премії за ризик країни, в той же час як у інших цей факт певною мірою компенсується зменшенням фінансового ризику, що призводить до її зменшення впродовж досліджуваного періоду.

Як бачимо з аналізу проведеного в пункті 2.1 дисертації, ЕКУ протягом 2006-2015 рр використовують довгостроковий і короткостроковий капітал для фінансування своєї господарської діяльності, який також як і власний не є безоплатним. У зв'язку з цим необхідно приділити детальну увагу процесу визначення ставки витрат на позиковий капітал ЕКУ. Як зазначає О. Терещенко, очікувана ставка витрат на позиковий капітал визначається на основі аналізу фінансових відносин підприємства з його кредиторами та включає в себе всі витрати, пов'язані із залученням позикового капіталу (процентні платежі, дизажіо, різного роду збори тощо).

Ця ставка може відповідати кредитній ставці, за якою підприємство залучає (або може залучити) кредити. Слід підкреслити, що для визначення ставки витрат на позиковий капітал доцільно враховувати процентну ставку, за якою підприємство може залучити нові позики, а не вартість позик у минулому. Перед фінансистами досить часто постає питання, як розрахувати ставку витрат на позиковий капітал у частині забезпечення наступних витрат і платежів, поточних зобов'язань за розрахунками тощо, на які не нараховуються проценти (та інші платежі) за їх користування.

Як зазначає О. Терещенко, можливі два варіанти вирішення цього питання: зазначені складові позикового капіталу не враховуються при визначенні WACC, тобто під час розрахунків загальна сума капіталу зменшується на згадані позиції; ці позиції враховуються на рівні з іншими фінансовими зобов'язаннями, при цьому застосовується нульова ставка їх залучення [167, с.78]. Як зауважує І. Бланк, вартість поточних зобов'язань за розрахунками як правило береться за нульовою ставкою, оскільки даний вид позикового капіталу є умовно безоплатним [55, с.279]. Ми поділяємо такі підходи і будемо їх застосовувати під час визначення вартості окремих складових позикового капіталу.

Як справедливо зазначає М. Стецько, рівень кредитних ризиків відображається у показниках ймовірності дефолту та кредитних рейтингах, які необхідно розглядати у наступних площинах: порядок визначення рейтингового класу та спосіб розрахунку ймовірності дефолту позичальника, порядок інтегрування показника ймовірності дефолту в механізм прийняття фінансових рішень щодо процентних ставок [163].

Одним із механізмів інтеграції показника ймовірності дефолту в процес визначення ставки витрат на позиковий капітал корпорації є розрахунок спреду корпоративного дефолту, який визначається на основі її кредитного рейтингу, що присвоюється міжнародними рейтинговими агентствами або коефіцієнта відсоткового покриття (*interest coverage ratio, ICR*), який розраховується за допомогою формули 2.5:

$$ICR = EBIT/I \quad (2.5)$$

Коефіцієнт відсоткового покриття (*ICR*) виражає можливості корпорації по виплаті платежів по обслуговуванню боргу і є фактичним співвідношенням прибутку до сплати відсотків (*EBIT*), який розраховується на шляхом коригування фінансового результату від операційної діяльності, до суми фінансових витрат за аналогічний період (*I*). З урахуванням зазначеного, ставку витрат на позиковий капітал (R_d) можна визначити наступним чином (ф-ла 2.6):

$$R_d = R_f + CDS + RP_c \quad (2.6),$$

де R_f – ставка дохідності по безризикових цінних паперах; CDS – спред дефолту (*default spread*); RP_c – премія за ризик країни. На основі розрахованого коефіцієнта відсоткового покриття та за допомогою трансформаційної табл. 2.9, яка побудована на основі виявлених А. Дамодараном взаємозв'язків між спредом дефолту і коефіцієнтом відсоткового покриття, розрахуємо спред дефолту для ЕКУ у 2006-2015 рр.

Таблиця 2.9

Спред дефолту для корпорацій, капіталізація яких менша за 5млрд.дол.

Коефіцієнт відсоткового покриття (ICR)		Кредитний рейтинг	Спред дефолту, DS
Більше за	Менше за		
-100000	0,499999	D2/D	20,00%
0,5	0,799999	C2/C	16,00%
0,8	1,249999	Ca2/CC	12,00%
1,25	1,499999	Caа/CCC	9,00%
1,5	1,999999	B3/B-	7,50%
2	2,499999	B2/B	6,50%
2,5	2,999999	B1/B+	5,50%
3	3,499999	Ba2/BB	4,25%
3,5	3,999999	Ba1/BB+	3,25%
4	4,499999	Baa2/BBB	2,25%
4,5	5,999999	A3/A-	1,75%
6	7,499999	A2/A	1,25%
7,5	9,499999	A1/A+	1,10%
9,5	12,499999	Aa2/AA	1,00%
12,5	100000	Aaa/AAA	0,75%

**Джерело: побудовано за інформаційною базою А. Дамодарана [164].*

На основі запропонованих підходів у додатку Л розрахована ставка витрат на позиковий капітал ЕКУ за 2006-2015 рр. В табл. 2.10 відобразимо ставку витрат на позиковий капітал ЕКУ за 2010-2015 рр. Як бачимо з табл. 2.10 та додатка Л, ставка витрат на позиковий капітал у більшості ЕКУ впродовж досліджуваного періоду має стійку тенденцію до зростання. В першу чергу (як і у випадку ставки витрат на власний капітал) це зумовлено суттєвим збільшенням премії за ризик України (RP_c). Іншою вагомою складовою зростання ставок витрат на позиковий капітал є збільшення у більшості ЕКУ впродовж досліджуваного періоду спреду дефолту внаслідок зниження

кредитного рейтингу, розрахованого на основі коефіцієнта відсоткового покриття. Разом з тим, варто відмітити той факт, що є також енергопостачальні корпорації, які мають високий кредитний рейтинг, оскільки практично не використовують позиковий капітал для фінансування своєї діяльності. Наслідком такої ситуації є вигідніші можливості по залученню позикового капіталу під менший відсоток у майбутньому.

Таблиця 2.10

**Ставка витрат на позиковий капітал (R_d) ЕКУ у 2010-2015 рр
розрахована за допомогою моделі CDS***

№	Назва корпорації	2010р.	2011р.	2012р.	2013р.	2014р.	2015р.
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	13,53	19,41	34,38	36,46	40,28	н/д
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	24,78	20,41	19,88	21,96	27,78	н/д
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	12,78	12,91	15,13	17,21	32,28	21,88
4	ПАТ «Волиньобленерго»	14,03	13,66	21,88	17,21	20,28	21,88
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	12,78	13,66	20,88	25,46	29,28	40,13
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	12,78	13,66	21,88	17,46	40,28	40,13
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	20,28	16,16	21,88	17,46	32,28	32,13
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	16,03	13,66	14,38	23,96	36,28	27,63
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	13,53	13,66	15,38	17,21	22,03	20,88
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	20,28	20,41	26,38	28,46	40,28	40,13
11	ПАТ «Львівобленерго»	13,78	13,66	15,13	36,46	40,28	40,13
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	14,03	18,41	19,88	25,46	27,78	32,13
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	13,53	13,66	15,13	17,21	21,03	20,88
14	ПАТ «Київобленерго»	14,03	13,66	15,13	36,46	40,28	21,38
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	24,78	21,91	30,38	32,46	36,28	32,13
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	13,88	13,66	14,38	16,46	20,28	20,13
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	13,88	13,66	18,63	23,96	40,28	40,13
18	ПАТ «Сумиобленерго»	13,53	13,66	15,13	17,21	21,03	20,13
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	32,78	14,66	21,88	19,71	40,28	26,63
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	12,78	12,91	23,38	25,46	21,03	20,88
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	21,78	19,41	17,63	28,46	40,28	40,13
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	13,53	13,66	15,63	17,46	21,28	20,88
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	13,53	13,66	15,13	17,21	20,28	20,88
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	14,03	13,66	21,88	17,21	22,03	21,13
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	13,53	13,66	15,13	17,21	21,03	20,88
26	ПАТ «Київенерго»	13,53	32,91	15,13	17,21	32,28	40,13
Середнє значення		16,07	15,94	19,29	22,63	30,26	27,83

*Джерело: розраховано на основі [164, 165, 166] та показників фінансової звітності ЕКУ [126-151]

Структура капіталу здійснює визначальний вплив на середньозважену ставку витрат на капітал (*Weight average cost of capital, WACC*). Цей вплив реалізується з одного боку через те, що в процесі визначення *WACC* використовуються вагові компоненти окремих джерел капіталу, а з іншого – наявна структура капіталу детермінує ставки витрат як на власний, так і на позиковий капітал. Найбільш поширеним в науково-практичній літературі є підхід щодо визначення структури капіталу на основі ринкових співвідношень позикового і власного капіталу. При цьому ринкова оцінка власного капіталу – це ринкова капіталізація акцій корпорації, а ринкова оцінка позикового капіталу – ціна її облігацій. Проте через слабку ефективність вітчизняного фондового ринку досить часто ринкові пропорції не відповідають значенням, отриманим шляхом оцінки. Також далеко не всі корпорації мають репрезентативні ринкові котирування акцій та облігацій.

Крім того проти використання такого підходу М. Лімітовський та В. Мінасян додатково наводять наступні аргументи. По-перше, реальний ринок може неадекватно відображати вартість активів через не репрезентативність котирувань та/або неефективність самого ринку. По-друге, даний метод містить логічне протиріччя. Основна мета оцінки корпорацій, які мають ринкові котирування – виявлення недооцінених активів. Проте для того, щоби отримати правильну оцінку, він будує свій розрахунок на «неправильних», тобто ринкових співвідношеннях. В результаті чого виникає невідповідність між вихідними даними та результатами розрахунку [80, с.168]. Формулу визначення *WACC* можна записати наступним чином (2.7):

$$WACC = \sum_{i=1}^n R_{di} \times W_{di} \times (1 - t) + R_e \times W_e \quad (2.7)$$

де *WACC* – середньозважена ставка витрат на капітал; R_e – ставка витрат на власний капітал; R_{di} – ставка витрат на i -те джерело позикового капіталу; W_e – питома вага власного капіталу; W_{di} – питома вага i -го джерела позикового капіталу; t – ставка податку на прибуток. На практиці досить часто використовують балансові співвідношення між власним та позиковим капіталом. Даний підхід приваблює своєю простотою і зручністю до

застосування, оскільки базується на даних фінансової звітності. Співвідношення між власним і позиковим капіталом ЕКУ протягом 2006-2015 років відображено у додатках В.6 та В.7. На основі показників структури капіталу (W_e, W_d), ставок витрат на власний (R_e) та позиковий (R_d) капітал, ефективної (фактичної) ставки податку на прибуток (розраховується діленням суми сплаченого податку на прибуток до величини фінансового результату до оподаткування) розраховуємо середньозважену ставку витрат на капітал ($WACC$) ЕКУ за 2006-2015 роки (додаток Л).

Як бачимо з проведених розрахунків, ставки витрат на позиковий капітал є дещо нижчими, ніж на власний, що зумовлено в першу чергу його нижчою ризиковістю. Крім того, під час розрахунку середньозваженої ставки витрат на капітал, витрати на позиковий капітал зважуються на величину податкового коректора, що також зменшує $WACC$ (додаток Л). В розрізі корпорацій найбільша середня ставка витрат на власний капітал 25,58% характерна для ПАТ «ДТЕК «Донецькобленерго» (дана корпорація розглядається інвесторами як найбільш ризикова з позиції капіталовкладень), найменша – 15,33% для ПАТ «Черкасиобленерго» (дана корпорація розглядається інвесторами як найменш ризикова з позиції капіталовкладень).

Найбільша середня ставка витрат на позиковий капітал у ПАТ «ЕК «Одесаобленерго» – 43,77% (велике значення даного показника пояснюється дуже високим в порівнянні з іншими корпораціями рівнем фінансових витрат, які призводять до збитковості даної корпорації в окремі періоди і як наслідок – вищої ставки дохідності для кредиторів). Найменша середня ставка витрат на позиковий капітал 15,33 % характерна для ПАТ «Черкасиобленерго» (низьке значення пояснюється незначним в порівнянні з іншими корпораціями рівнем фінансових витрат). Що стосується середньої величини $WACC$, то протягом 2006-2015 рр найбільше значення 22,91% характерне для ВАТ «Кіровоградобленерго», а найменше – 18,44% для ПАТ «Вінницяобленерго», середнє значення по всім ЕКУ становить 20,84%. З метою наочного

відображення динаміки середніх значень $R_d, R_e, WACC$ енергопостачальних корпорацій України у 2006-2015 рр побудуємо рис.2.10.

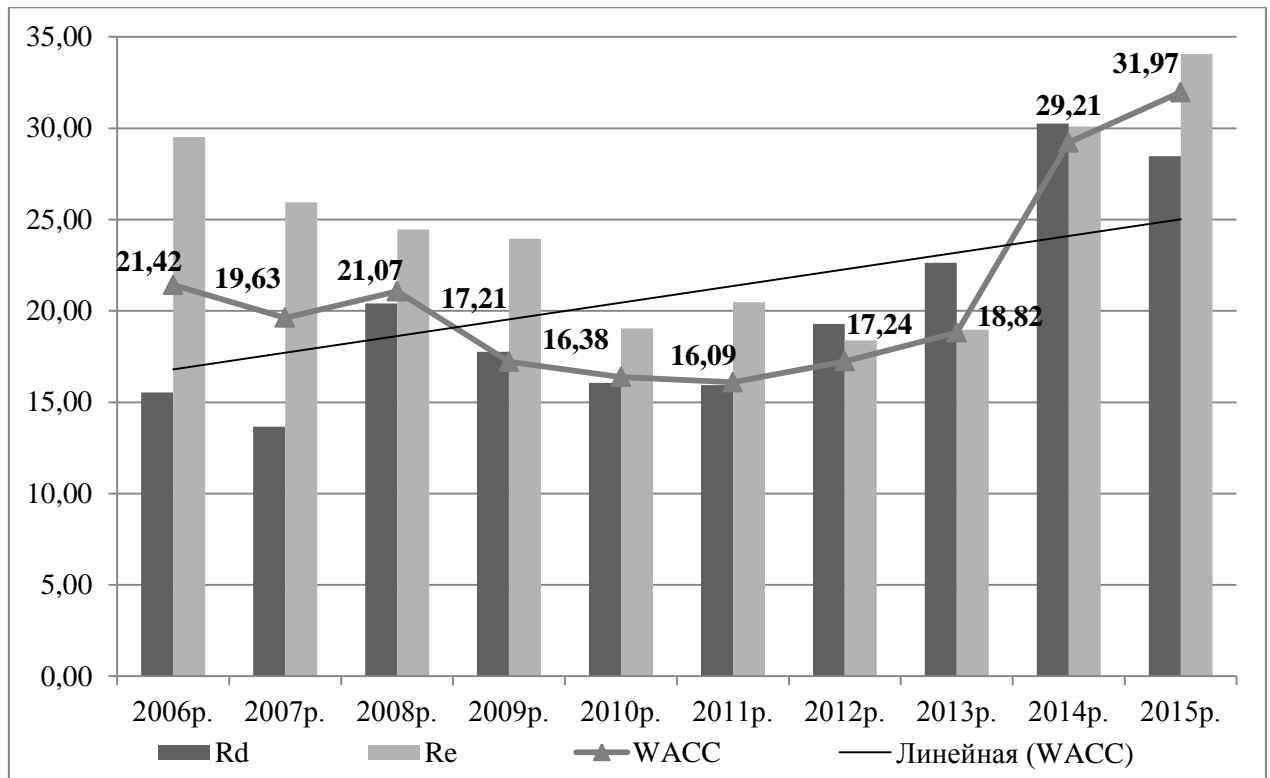


Рис.2.10 Динаміка середнього значення $R_d, R_e, WACC$ енергопостачальних корпорацій України у 2006-2015 рр (%)*

*Джерело: Побудовано автором на основі додатка Л

Як бачимо з рис.2.10, середні значення $R_d, R_e, WACC$ по рокам мають циклічну тенденцію, зменшуючись протягом 2006-2011 рр, досягаючи мінімальних значень у 2011 р ($WACC = 16,09\%$), після чого спостерігається тенденція до зростання, яка зумовлена підвищенням ризиковості економіки України, що знайшло своє втілення у зростанні середніх ставок на власний та позиковий капітал і у середньозваженій ставці витрат на капітал ЕКУ. На основі проведеної оцінки витрат на капітал в якості показника ефективності формування фінансової структури ЕКУ можна сформулювати наступні висновки.

Доведено, що ставки витрат на капітал – критерії, які виражають преференції фінансових стейкхолдерів, та є інтегральними показниками, що відображають стан фінансової структури корпорацій. Як засвідчили проведені теоретико-методичні дослідження та розрахунки ставок витрат на власний і

позиковий капітал енергопостачальних корпорацій України, показники, які характеризують фінансову структуру (в першу чергу коефіцієнт фінансового левериджу), з одного боку є оцінками якості фінансової структури, а з іншого – здійснюють вплив на ставки витрат на капітал. В міру зростання коефіцієнта фінансового левериджу (збільшується рівень фінансового ризику корпорації) збільшуються ставки витрат на власний і позиковий капітал, оскільки фінансові стейкхолдери вимагають більшу дохідність на інвестований капітал.

Встановлено, що на ставку витрат на власний капітал впливають зовнішні чинники, які притаманні економіці країни в цілому (знаходять своє вираження в премії за ризик країни), кон'юнктура фінансового ринку (ринкова премія за ризик, безризикова ставка дохідності), а з іншого – фактори, пов'язані з діяльністю корпорації (в першу чергу – операційний і фінансовий ризику, що знаходять своє вираження в коефіцієнті β).

Констатовано, що ставка витрат на позиковий капітал, є ціною, за якою корпорація може залучити платний позиковий капітал в майбутньому. Запропоновано ставку витрат на позиковий капітал визначати як суму безризикової ставки та спреду дефолту корпорації, який може бути визначений на основі коефіцієнта відсоткового покриття. Виявлено, що середньозважена ставка витрат на капітал (WACC), залежить від ставок витрат на власний і позиковий капітал і від їх питомої ваги, що є характеристикою фінансової структури корпорацій.

2.3. Аналіз показників ефективності енергопостачальних корпорацій України та їх зв'язок із фінансовою структурою

Оцінку показників ефективності діяльності ЕКУ за 2006-2015 рр розпочнемо із дослідження абсолютних показників фінансової результативності. Основними фінансовими результатами діяльності ЕКУ є: валовий прибуток/збиток (GP), операційний прибуток/збиток (OP) та чистий

прибуток/збиток (*NI*). Динаміку зазначених показників у розрізі окремих ЕКУ за 2006-2015 рр відобразимо у додатку Ж. Як бачимо з додатка Ж, фінансові результати діяльності ЕКУ за досліджуваний період є неоднорідними, оскільки більшість корпорацій – прибуткові, проте частина є збитковими в окремі періоди. Динаміку середніх величин фінансових результатів діяльності ЕКУ впродовж 2006-2015 рр відобразимо на рис.2.11.



Рис.2.11 Динаміка середніх величин валового, операційного та чистого фінансових результатів ЕКУ у 2006-2015 рр (тис.грн.)*

*Джерело: Побудовано на основі фінансової звітності ЕКУ [126-151]

Як бачимо з рис 2.11, усереднені фінансові результати діяльності ЕКУ протягом 2006-2015 рр мають циклічну тенденцію. Вони зростають впродовж 2006-2012 рр (з незначним падінням у 2011 р) і досягають максимального значення у 2012 р, коли середній валовий фінансовий результат (валовий прибуток) становив 222464 тис.грн., середній операційний фінансовий результат (операційний прибуток) 220750 тис.грн., а середній чистий фінансовий результат (чистий прибуток) становив 139384 тис.грн. Протягом

2013-2015 рр спостерігається тенденція до зменшення середніх величин операційного та чистого фінансових результатів, та отримання операційних збитків 51383 тис.грн., чистих збитків 201977 тис.грн. у 2015 р.

Важливим критерієм, який дозволяє проаналізувати рівень поточного (потенційного) добробуту акціонерів виступає розмір чистого прибутку, який припадає на одну акцію (*EPS*) енергопостачальної корпорації. З метою відображення динаміки чистого прибутку на акцію ЕКУ протягом 2010-2015 рр побудуємо табл. 2.11.

Таблиця 2.11

Розмір чистого прибутку на акцію (*EPS*) ЕКУ у 2010-2015 рр (грн.)*

Назва корпорації	2010р.	2011р.	2012р.	2013р.	2014р.	2015р.
ПАТ «ДТЕК Крименерго»	0,14	0,19	-0,93	-1,06	-0,25	н/д
ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	0,26	0,53	1,07	1,04	0,29	н/д
ПАТ «Вінницяобленерго»	13,55	11,23	10,39	20,13	7,79	42,72
ПАТ «Волиньобленерго»	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02
ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	7,03	7,23	28,63	15,20	7,34	-95,69
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	0,00	0,00	2,50	3,08	-4,83	-53,79
ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	0,20	0,35	0,20	0,44	-0,06	0,13
ВАТ «Запоріжжяобленерго»	-0,03	0,13	0,17	0,14	0,04	0,12
ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	0,47	0,76	0,57	0,77	0,35	1,04
ВАТ «Кіровоградобленерго»	0,27	0,83	0,03	0,13	-0,94	-1,07
ПАТ «Львівобленерго»	0,35	1,15	0,54	-0,70	-0,75	-0,12
ПАТ «Миколаївобленерго»	0,02	0,31	0,20	0,11	0,10	0,08
ПАТ «Закарпаттяобленерго»	0,03	0,04	0,40	0,65	0,48	0,56
ПАТ «Київобленерго»	0,06	0,11	0,18	0,00	-0,01	0,04
ВАТ «ЕК Одесаобленерго»	0,00	0,02	0,11	0,00	-0,38	0,05
ПАТ «Полтаваобленерго»	0,32	0,64	0,98	0,43	0,91	0,29
ПАТ «Рівнеобленерго»	0,40	0,49	0,17	0,06	-0,76	-0,11
ПАТ «Сумиобленерго»	0,43	0,43	0,50	0,49	0,28	0,34
ВАТ «Тернопільобленерго»	-0,19	0,24	0,10	0,21	-0,26	0,28
ВАТ АК «Харківобленерго»	0,06	0,10	0,11	0,11	0,12	0,13
ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	0,02	0,09	0,14	0,01	1,29	-0,82
ПАТ «Хмельницькобленерго»	0,17	0,20	0,23	0,36	0,19	0,29
ПАТ «Черкасиобленерго»	0,34	0,12	0,03	0,03	0,03	0,17
ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	0,08	0,29	0,22	0,33	0,38	0,96
ПАТ «Чернігівобленерго»	0,31	0,62	0,61	0,71	0,48	0,64
ПАТ «Київенерго»	1,45	-12,69	21,92	9,27	0,77	-14,79

*Джерело: Розраховано на основі даних фінансової звітності ЕКУ [126-151]

Як бачимо з табл. 2.11, розмір чистого прибутку на акцію ЕКУ протягом 2010-2015 рр суттєво варіюється в розрізі окремих корпорацій і по роках. На підставі проведеного дослідження бачимо, що з одного боку розмір чистого прибутку на акцію (*EPS*) залежить від величини чистого фінансового результату (додаток Ж), а з іншого – від кількості простих акцій, які знаходяться в обігу. Іншим важливим критерієм, який відображає рівень реального поточного добробуту акціонерів, є розмір дивідендів на акцію (*DPS*) (табл.2.12).

Таблиця 2.12

Розмір дивідендів на акцію (*DPS*) ЕКУ у 2010-2015 рр (грн.)*

Назва корпорації	2010р.	2011р.	2012р.	2013р.	2014р.	2015р.
ПАТ «ДТЕК Крименерго»	0,04	0,06	0,00	0,00	н/д	н/д
ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	-	-	-	0,98	н/д	н/д
ПАТ «Вінницяобленерго»	0,00	3,32	6,44	6,04	4,12	0,00
ПАТ «Волиньобленерго»	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02
ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	2,11	2,17	8,60	4,57	2,21	0,00
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	0,00	0,00	0,76	0,93	0,00	0,00
ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	0,00	0,00	0,20	0,44	0,00	0,13
ВАТ «Запоріжжяобленерго»	0,00	0,04	0,05	0,04	0,01	0,09
ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ВАТ «Кіровоградобленерго»	0,00	0,00	0,03	0,13	0,00	0,00
ПАТ «Львівобленерго»	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ПАТ «Миколаївобленерго»	0,01	0,09	0,06	0,03	0,03	0,06
ПАТ «Закарпаттяобленерго»	0,01	0,01	0,12	0,19	0,24	0,56
ПАТ «Київобленерго»	0,00	0,00	0,04	0,00	0,00	0,01
ВАТ «ЕК Одесаобленерго»	0,00	0,00	0,03	0,00	0,00	0,00
ПАТ «Полтаваобленерго»	-	0,23	0,27	-	-	-
ПАТ «Рівнеобленерго»	0,57	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ПАТ «Сумиобленерго»	0,13	0,18	0,16	0,17	-	-
ВАТ «Тернопільобленерго»	0,00	-	-	-	-	-
ВАТ АК «Харківобленерго»	0,02	0,03	0,03	0,03	0,04	0,09
ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	0,00	-	0,13	0,00	0,00	0,00
ПАТ «Хмельницькобленерго»	0,03	0,05	0,06	0,11	0,10	0,22
ПАТ «Черкасиобленерго»	-	-	0,01	-	-	0,13
ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	0,03	0,09	0,22	0,33	0,38	0,96
ПАТ «Чернігівобленерго»	0,14	0,04	0,10	-	-	-
ПАТ «Київенерго»	0,44	0,00	6,58	6,61	0,24	0,00

*Джерело: Розраховано на основі фінансової звітності ЕКУ [126-151]

Зазначений показник відображає реальні грошові надходження акціонерів, які виникають в результаті розподілу чистого прибутку детермінованого дивідендною політикою енергопостачальної корпорації. Розмір дивідендів на акцію відображає грошові надходження акціонерів від володіння акціями. З одного боку він залежить від величини чистого фінансового результату, отриманого корпорацією протягом певного періоду, а з іншого – від рішення щодо розподілу прибутку, яке власники приймають на зборах акціонерів.

Як бачимо з табл. 2.12, розмір дивідендів на акцію для одних корпорацій є нульовим, що зумовлено або відсутністю чистого прибутку або відсутністю рішення щодо виплати дивідендів за звітний період та як наслідок реінвестування прибутку у господарську діяльність корпорації. Разом з тим у деяких корпорацій величина дивідендів на акцію є дуже незначною і становить менше однієї копійки, що відображає нульові значення в табл. 2.12.

Проте є енергопостачальні корпорації, розмір дивідендів на акцію у яких є досить значним і виражається в гривнях на кожен із акцій. Також на основі співставлення інформації в табл. 2.11 та 2.12 очевидним стає факт, що одні корпорації виплачують у вигляді дивідендів увесь отриманий чистий прибуток, а інші – лише його частину. Частку прибутку, яка виплачується ЕКУ у вигляді дивідендів, відобразимо у табл. 2.13. Як бачимо з табл. 2.13 та інформації, яка наведена в пункті 2.1 дисертації, що стосується структури власності ЕКУ, бачимо частка чистого прибутку, яка розподіляється у вигляді дивідендів суттєво залежить від структури власності енергопостачальної корпорації.

Так, енергопостачальні корпорації, які входять до холдингу «VS Energy international», впродовж останніх років за наявності позитивного фінансового результату і вільних грошових коштів, виплачують увесь чистий прибуток у вигляді дивідендів, в той час як енергопостачальні корпорації, що входять до холдингу ДТЕК та з державною часткою власності, як правило, у вигляді дивідендів розподіляють лише близько 30% чистого прибутку, а решту (70%) реінвестують у господарську діяльність корпорацій.

Таблиця 2.13

**Частка чистого прибутку, яка виплачується ЕКУ у вигляді дивідендів
протягом 2010-2015 рр (%)***

Назва корпорації	2010р.	2011р.	2012р.	2013р.	2014р.	2015р.
ПАТ «ДТЕК Крименерго»	30,02	29,48	0,00	0,00	н/д	н/д
ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	-	-	-	93,86	н/д	н/д
ПАТ «Вінницяобленерго»	0,00	29,61	61,98	30,00	52,86	0,00
ПАТ «Волиньобленерго»	29,97	29,20	30,00	30,00	0,00	95,00
ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	30,00	30,00	30,03	30,06	30,11	0,00
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	30,00	30,00	30,35	30,23	0,00	0,00
ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	0,13	0,03	100,00	100,00	0,00	100,00
ВАТ «Запоріжжяобленерго»	0,00	30,00	30,00	18,07	18,07	75,00
ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	5,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ВАТ «Кіровоградобленерго»	0,79	0,01	100,00	100,00	0,00	0,00
ПАТ «Львівобленерго»	4,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ПАТ «Миколаївобленерго»	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	75,00
ПАТ «Закарпаттяобленерго»	30,00	30,00	30,00	29,75	50,00	100,00
ПАТ «Київобленерго»	0,00	0,00	25,13	0,00	0,00	20,00
ВАТ «ЕК Одесаобленерго»	0,00	0,00	30,00	30,00	0,00	0,00
ПАТ «Полтаваобленерго»	-	36,10	27,48	-	-	-
ПАТ «Рівнеобленерго»	141,26	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ПАТ «Сумиобленерго»	30,00	41,94	31,73	34,71	-	-
ВАТ «Тернопільобленерго»	0,00	-	-	-	-	-
ВАТ АК «Харківобленерго»	30,00	30,00	30,00	19,50	19,50	75,00
ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	0,00	-	95,00	0,00	0,00	0,00
ПАТ «Хмельницькобленерго»	17,18	25,39	26,06	30,00	50,00	75,00
ПАТ «Черкасиобленерго»	-	-	30,00	-	-	75,00
ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	30,00	30,00	100,00	100,00	100,00	100,00
ПАТ «Чернігівобленерго»	44,71	6,44	16,41	-	-	-
ПАТ «Київенерго»	30,00	0,00	30,02	71,29	31,04	0,00

**Джерело: Розраховано на основі даних фінансової звітності ЕКУ [126-151]*

Основним недоліком абсолютних показників фінансової результативності є те, що вони показують лише величину отриманого фінансового результату, проте не враховують обсяг витрат або ресурсів, які були затрачені (вкладені) задля його отримання. Частково усунути зазначений недолік можливо за допомогою відносних показників фінансової результативності – коефіцієнтів рентабельності. Рентабельність відображає економічну ефективність використання інвестованого в корпорацію капіталу. Динаміку основних коефіцієнтів рентабельності ЕКУ протягом 2007-2015 рр відобразимо в додатку

3. З метою відображення динаміки середніх значень показників рентабельності ЕКУ за операційним фінансовим результатом (прибутком/збитком, *EBIT*) протягом 2006-2015 рр побудуємо рис.2.12.

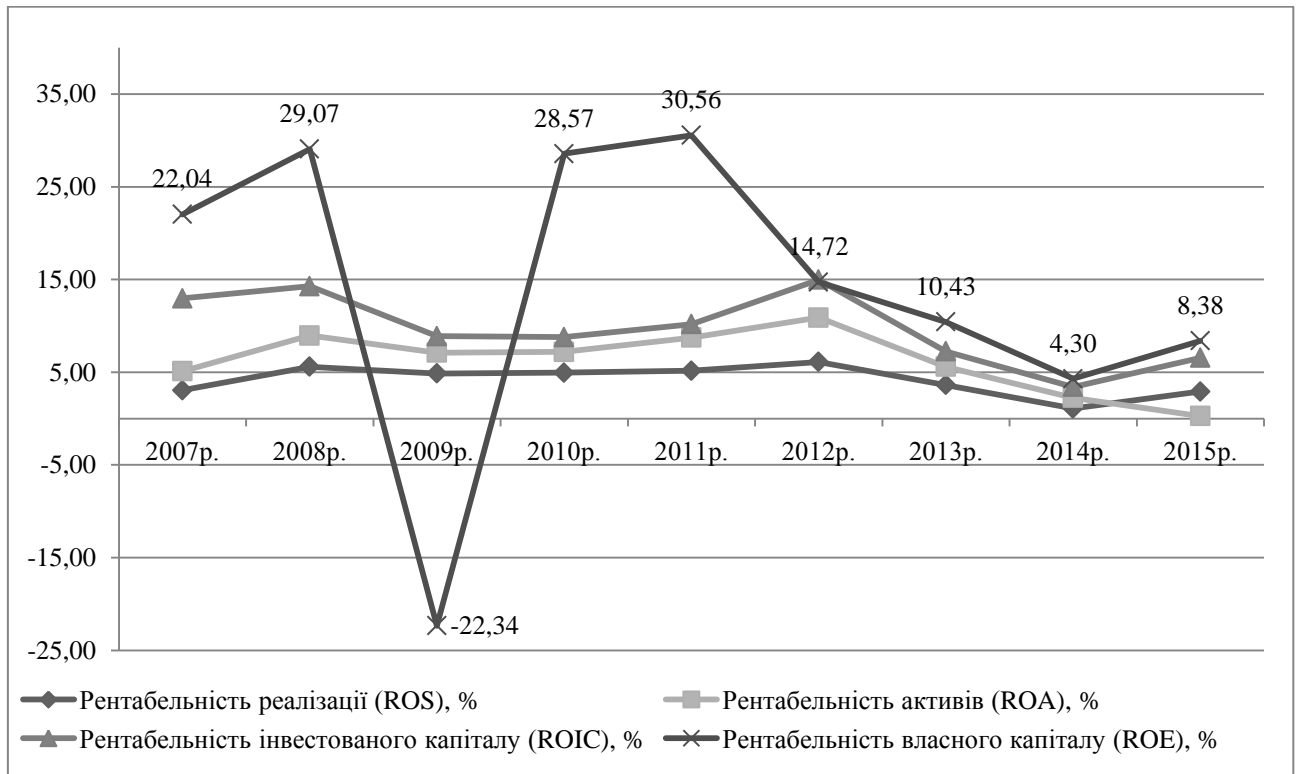


Рис.2.12 Динаміка середніх показників рентабельності ЕКУ за операційним фінансовим результатом (*EBIT*) у 2007-2015 рр*

*Джерело: Побудовано на основі фінансової звітності ЕКУ [126-151]

Як бачимо з рис.2.12, середні показники рентабельності ЕКУ за операційним фінансовим результатом (*EBIT*) протягом 2007-2015 рр мають циклічну тенденцію. Зокрема середня рентабельність реалізації (ROS_{EBIT}) впродовж 2007-2012 рр зростає, досягаючи свого максимального значення за підсумками 2012 р у 6,12%, після чого зменшується до 1,08% за 2014 р (мінімальне значення), а у 2015 р спостерігається незначне зростання до 2,92%.

Середня рентабельність активів (ROA_{EBIT}) протягом досліджуваного періоду характеризується двома основними тенденціями: зростання протягом 2007-2012 рр з 5,11% до 10,89%, після чого відбувається різкий спад до 0,28% за підсумками 2015 р. Середня рентабельність інвестованого капіталу ($ROIC_{EBIT}$) протягом 2007-2012 рр в цілому зростає з 12,96% у 2007 р до 14,98%

у 2012 р, впродовж наступних років відбувається її зменшення до 6,56% за підсумками 2015 р. Середня рентабельність власного капіталу (ROE_{EBIT}) протягом досліджуваного періоду характеризується чітко вираженою циклічною тенденцією. Зокрема протягом 2007-2009 р вона спадає з 22,04% у 2007 р до -22,34% за підсумками 2009 р (дуже низьке значення даного показника зумовлене в першу чергу критичним значенням рентабельності власного капіталу ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго» -1227,49% у 2009 р, що спричинене катастрофічною збитковістю корпорації за підсумками даного року). У 2011 р середня рентабельність власного капіталу (ROE_{NI}) досягає свого максимального значення 30,56%, після чого знову зменшується до 8,38% за підсумками 2015 р.

За результатами аналізу коефіцієнтів рентабельності ЕКУ за 2007-2015 рр варто відмітити той факт, що вони самі по собі лише показують фактичний рівень економічної ефективності і не відображають вплив операційних та фінансових факторів, за рахунок яких даний ефект був досягнутий. У зв'язку з цим, вважаємо за доцільне, здійснивши декомпозицію рентабельності власного капіталу (ROE_{NI}) за чистим фінансовим результатом, визначити вплив ключових операційних та фінансових факторів (характеристик фінансової структури корпорацій) на даний показник.

Рентабельність власного капіталу є одним із ключових критеріїв зміни добробуту акціонерів оскільки визначає інтенсивність приросту вартості власного капіталу та може бути розрахована на основі інформації, яка відображена у фінансовій звітності енергопостачальної корпорації. В результаті декомпозиції рентабельності власного капіталу (ROE_{NI}) проведеної у першому розділі дисертації було отримано модифіковану шестифакторну модель DuPont, яка після розподілу рентабельності власного капіталу на відповідні фінансові коефіцієнти набула наступного вигляду ф-ла (2.8):

$$ROE_{NI} = ROS \times TA \times K_{FC} \times K_t \times K_{CL} \times K_{FL} \quad (2.8)$$

Таким чином на рентабельність власного капіталу (ROE_{NI}) впливають: рентабельність реалізації продукції ($ROS = EBIT/S$), оборотність активів

($TA = S/A$), коефіцієнт фінансових витрат ($K_{FC} = 1 - \frac{I}{EBIT}$), коефіцієнт податкової свободи ($K_t = 1 - t$), коефіцієнт операційних поточних зобов'язань ($K_{CL} = 1 + CL/(E + D)$), коефіцієнт фінансової залежності ($K_{FL} = 1 + \frac{D}{E}$).

У додатку К здійснено декомпозицію коефіцієнта рентабельності власного капіталу (ROE) енергопостачальних корпорацій України за 2007-2015 рр та розраховано вплив факторів на неї згідно запропонованої моделі. Можливості проведення факторного аналізу на основі модифікованої моделі рентабельності власного капіталу продемонструємо на прикладі ПАТ «ЕК «Чернівціобленерго».

Як бачимо з додатка К, рентабельність власного капіталу ПАТ «ЕК «Чернівціобленерго» має дуже волатильну тенденцію щодо зростання впродовж 2007-2015 рр у зв'язку з чим важливо виявити за рахунок яких факторів відбувались зміни рентабельності власного капіталу за період. З метою оцінки ключових факторів, які впливають на рентабельність власного капіталу ПАТ «ЕК «Чернівціобленерго», побудуємо табл. 2.14, в якій за допомогою методу ланцюгових підстановок розрахуємо їх вплив на рентабельність власного капіталу у 2007-2015 рр.

Як бачимо з табл. 2.14 максимального значення 53,92% рентабельність власного капіталу набула у 2008 р, при цьому у порівнянні з 2007 р вона зросла на +48,89%, що зумовлено: збільшенням коефіцієнта фінансового левериджу на +3,95 (рентабельність власного капіталу при цьому збільшилась на 39,31%); збільшенням коефіцієнта податкової свободи на +0,46 (призвело до зростання рентабельності власного капіталу на +61,88%); зростанням рентабельності реалізації продукції на +9,59% (внаслідок чого рентабельність власного капіталу зросла на +13,34%); збільшенням коефіцієнта оборотності активів на +0,18 (рентабельність власного капіталу при цьому зросла на +3,68%); зростанням коефіцієнта фінансових витрат на +0,03 (рентабельність власного капіталу при цьому зросла на +0,71%); при цьому позитивний вплив факторів

було мінімізовано за рахунок зменшення коефіцієнта поточних зобов'язань на - 5,36 (призвело до зменшення рентабельності власного капіталу на 70,03%).

Таблиця 2.14

Розрахунок впливу ключових факторів на рентабельність власного капіталу ПАТ «ЕК «Чернівціобленерго» у 2007-2015 рр*

Показники	2007р	2008р	2009р	2010р	2011р	2012р	2013р	2014р	2015р
ROS_{EBIT}	3,61	13,20	6,70	2,68	4,42	6,10	4,24	5,21	8,03
TA	0,89	1,07	1,13	1,27	1,46	1,86	1,85	1,92	2,29
K_{FC}	0,96	0,99	0,98	0,85	0,93	0,41	0,98	0,80	0,90
K_t	0,17	0,63	0,73	0,45	0,70	0,78	0,66	0,69	0,77
K_{CL}	6,47	1,12	1,13	1,16	1,24	1,28	1,25	1,30	1,43
K_{FL}	1,47	5,42	4,24	4,51	3,69	1,97	1,81	1,80	1,56
ROE_{NI}	5,03	53,92	25,86	6,84	19,23	9,24	11,63	13,02	28,70
ΔROS_{EBIT}	-	9,59	-6,50	-4,02	1,74	1,68	-1,86	0,97	2,83
ΔTA	-	0,18	0,06	0,15	0,18	0,41	-0,02	0,07	0,37
ΔK_{FC}	-	0,03	-0,02	-0,12	0,08	-0,52	0,57	-0,18	0,10
ΔK_t	-	0,46	0,10	-0,28	0,26	0,08	-0,12	0,03	0,08
ΔK_{CL}	-	-5,36	0,02	0,03	0,07	0,04	-0,03	0,05	0,13
ΔK_{FL}	-	3,95	-1,18	0,27	-0,83	-1,72	-0,15	-0,01	-0,24
ΔROE_{NI}	-	48,89	-28,06	-19,02	12,39	-9,99	2,39	1,40	15,67
$\Delta ROS_{EBIT}/ROE_{NI}$	-	13,34	-26,56	-15,51	4,45	7,28	-2,82	2,65	7,07
$\Delta TA/ROE_{NI}$	-	3,68	1,44	1,35	1,63	7,43	-0,06	0,56	3,89
$\Delta K_{FC}/ROE_{NI}$	-	0,71	-0,46	-1,48	1,19	-18,94	8,82	-2,72	3,01
$\Delta K_t/ROE_{NI}$	-	61,88	4,29	-3,97	8,04	1,73	-2,31	0,48	3,11
$\Delta K_{CL}/ROE_{NI}$	-	-70,03	0,45	0,17	1,40	0,59	-0,27	0,51	2,99
$\Delta K_{FL}/ROE_{NI}$	-	39,31	-7,21	0,41	-4,30	-8,09	-0,97	-0,09	-4,39
ΔROE_{NI}	-	48,89	-28,06	-19,02	12,39	-9,99	2,39	1,40	15,67

*Джерело: Розраховано на основі фінансової звітності ЕКУ [126-151]

З табл. 2.14 видно, що найбільший прямий зв'язок наявний між рентабельністю власного капіталу, рентабельністю реалізації продукції, оборотністю активів та коефіцієнтом фінансового левериджу. Рентабельність

власного капіталу збільшується при зростанні зазначених факторів. Щодо інших факторів, то їх вплив в одні періоди є позитивним, а в інші – негативним. На основі цього можна дійти висновку, що модифікована шестифакторна модель DuPont з одного боку дозволяє кількісно оцінити вплив факторів на рентабельність власного капіталу енергопостачальних корпорацій України, що робить її хорошим аналітичним інструментом. Проте з іншого боку вона не дає вичерпної відповіді на питання чи існує зв'язок між усіма факторами відображеними в моделі та рентабельністю власного капіталу. Дати відповідь на це питання допоможе кореляційно-регресійний аналіз рентабельності власного капіталу енергопостачальних корпорацій України.

Для виявлення взаємозв'язку між рентабельністю власного капіталу та факторами, які входять до моделі (рентабельністю реалізації продукції (ROS), оборотністю активів (TA), коефіцієнтом фінансових витрат (K_{FC}), коефіцієнтом податкової свободи (K_t), коефіцієнтом операційних поточних зобов'язань (K_{CL}), та коефіцієнтом фінансового левериджу (K_{FL})), побудуємо на основі річних даних фінансової звітності енергопостачальних корпорацій України за 2006-2015 рр регресійну модель рентабельності власного капіталу по кожній із енергопостачальних корпорацій України. За результатами проведених досліджень було отримано регресійну модель рентабельності власного капіталу наступного вигляду (2.9):

$$ROE_i = a_0 + a_1 ROS + a_2 TA + a_3 K_{FC} + a_4 K_t + a_5 K_{CL} + a_6 K_{FL} \quad (2.9),$$

де ROE_i – результуючий показник рентабельності власного капіталу i -ї енергопостачальної корпорації ($i = 1 \dots 26$); a_0 – вільний член моделі; $a_1 \dots a_6$ – отримані за результатами аналізу коефіцієнти регресії; ROS , TA , K_{FC} , K_t , K_{CL} , K_{FL} – фактори моделі.

Для практичного використання отриманих в результаті кореляційно-регресійного аналізу моделей важливою є їх якість. До показників, які характеризують якість регресійних моделей рентабельності власного капіталу, відносять коефіцієнт множинної кореляції (R_m), коефіцієнт детермінації (R^2)

стандартну похибку (δ), F-критерій. Значення даних показників по кожній із моделей для відповідної ЕКУ відобразимо в табл. 2.15.

Таблиця 2.15

Показники якості регресійних моделей рентабельності власного капіталу енергопостачальних корпорацій України*

№	Назва корпорації	R_m	R^2	δ	F	F_{kr}
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	0,983	0,967	8,240	4,829	0,335
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	0,985	0,969	4,735	5,253	0,322
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	1,000	1,000	2,462	4339,310	0,000
4	ПАТ «Волиньобленерго»	0,913	0,834	0,568	1,678	0,419
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	0,991	0,981	7,583	17,581	0,055
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	0,980	0,961	18,740	8,149	0,113
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	0,975	0,950	1,226	6,293	0,143
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	0,987	0,975	2,916	13,080	0,073
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	0,999	0,997	0,822	122,088	0,008
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	0,943	0,890	6,109	2,686	0,296
11	ПАТ «Львівобленерго»	1,000	0,999	0,592	566,961	0,002
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	0,994	0,987	2,013	25,554	0,038
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	0,994	0,988	2,573	27,226	0,036
14	ПАТ «Київобленерго»	1,000	0,999	0,778	299,210	0,044
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	0,972	0,944	0,925	5,660	0,158
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	0,999	0,998	0,707	133,283	0,007
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	0,988	0,975	4,358	6,559	0,290
18	ПАТ «Сумиобленерго»	0,999	0,997	0,471	132,805	0,007
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	0,977	0,955	0,971	7,073	0,129
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	0,800	0,641	0,174	0,595	0,737
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	0,951	0,905	12,911	3,163	0,260
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	0,998	0,996	0,321	80,902	0,012
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	1,000	0,999	0,491	548,524	0,002
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	0,999	0,998	1,233	206,710	0,005
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	0,999	0,999	0,416	288,719	0,003
26	ПАТ «Київенерго»	0,976	0,953	24,921	6,704	0,135

*Джерело: побудовано автором на основі кореляційно-регресійного аналізу показників фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Як бачимо з табл. 2.15 коефіцієнт множинної кореляції (R_m) у більшості моделей близький до 1 (за рахунок заокруглень в деяких випадках дорівнює 1) – це є свідченням наявності зв'язку близького до функціонального між досліджуваними факторами моделі. Коефіцієнт детермінації (R^2) показує силу

зв'язку між рентабельністю власного капіталу енергопостачальної корпорації та факторами, що входять до моделі. Як бачимо з табл. 2.15 у моделях практично усіх енергопостачальних корпорацій він становить понад 0,9 (виключенням є лише моделі побудовані для ПАТ «Волиньобленерго» та ПАТ «Харківобленерго» у яких менше значення коефіцієнта детермінації).

Це є свідченням того, що понад 90% змін рентабельності власного капіталу енергопостачальних корпорацій пояснюється змінами сукупності досліджуваних факторів моделі. Щодо стандартної похибки (δ), то у більшості моделей вона є незначною, проте є моделі зі значною похибкою, що, на нашу думку, в першу чергу зумовлено високою варіацією показників, які входять до зазначених моделей. F-критерій показує значущість усіх регресійних моделей.

Отже, на основі оцінки показників, які характеризують якість отриманих регресійних моделей власного капіталу можна дійти висновку про можливість їх практичного застосування в процесі виявлення взаємозв'язку та впливу факторів, які є характеристиками фінансової структури ЕКУ, з рентабельністю власного капіталу. Моделі отримані по кожній з енергопостачальних корпорацій відрізняються між собою лише коефіцієнтами регресії кожного із факторів моделі. Значення коефіцієнтів регресії по кожній із отриманих моделей узагальнено в табл. 2.16.

Як бачимо з табл. 2.16 в розрізі окремих моделей коефіцієнти регресії суттєво відрізняються, різнонаправленим також є їхній вплив на рентабельність власного капіталу ЕКУ. Щодо коефіцієнта регресії (a_1) рентабельності реалізації продукції (*ROS*), то практично у всіх отриманих моделях він набуває додатного значення (крім ПАТ «ДТЕК Крименерго», ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго», ПАТ «ЕК «Севастопольенерго», ПАТ «ЕК «Одесаобленерго», ПАТ «Вінницяобленерго» у яких фактор здійснює негативний вплив), що свідчить про позитивний зв'язок між рентабельністю реалізації продукції та рентабельністю власного капіталу. Це означає, що рентабельність власного капіталу зростає при збільшенні рентабельності реалізації продукції. На нашу думку, негативний зв'язок між зазначеними

показниками, який отриманий в окремих моделях, є наслідком збиткової діяльності в певні періоди, що вплинуло на результати отримані в моделі.

Таблиця 2.16

Значення коефіцієнтів регресійних моделей рентабельності власного капіталу енергопостачальних корпорацій України*

Назва корпорації	Коефіцієнти перед факторами регресійної моделі						
	a_0	a_1	a_2	a_3	a_4	a_5	a_6
ПАТ «ДТЕК Крименерго»	-82,660	-1,073	83,314	-5,892	-3,601	4,734	1,291
ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	-10,735	-0,355	5,307	32,201	-11,831	0,596	4,210
ПАТ «Вінницяобленерго»	-87,039	-1,032	60,242	-9,085	-3,355	1,951	8,989
ПАТ «Волиньобленерго»	-7,247	0,207	1,093	0,122	0,109	3,105	2,457
ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	-60,549	12,180	7,089	10,451	-3,221	-2,672	3,830
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	85,455	-1,994	-3,869	-75,606	-10,933	1,667	4,372
ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	-54,542	0,149	1,221	-1,460	0,784	67,002	-13,813
ВАТ «Запоріжжяобленерго»	17,618	1,037	-5,615	7,244	8,765	0,477	-0,558
ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	-88,006	0,748	12,893	28,018	24,696	17,485	11,529
ВАТ «Кіровоградобленерго»	58,614	1,013	-21,039	2,043	0,557	-37,092	-5,897
ПАТ «Львівобленерго»	-51,159	2,018	1,297	5,200	19,791	10,380	14,179
ПАТ «Миколаївобленерго»	-559,649	6,781	2,971	188,430	16,898	314,983	3,265
ПАТ «Закарпаттяобленерго»	-271,181	2,048	18,923	233,838	11,933	16,968	-2,630
ПАТ «Київобленерго»	-51,087	1,690	4,023	62,840	39,784	-32,340	2,915
ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	-31,949	-0,373	-2,353	-1,610	-1,921	26,800	0,545
ПАТ «Полтаваобленерго»	-34,842	2,793	0,746	37,462	3,705	0,688	-7,026
ПАТ «Рівнеобленерго»	2,395	1,550	-4,970	2,606	-28,976	26,325	2,779
ПАТ «Сумиобленерго»	-40,437	1,879	6,694	-4,421	18,485	22,507	-9,641
ВАТ «Тернопільобленерго»	13,223	0,956	6,050	0,503	-0,502	-10,921	-7,298
ВАТ АК «Харківобленерго»	-13,815	0,300	2,084	2,087	2,560	4,218	3,161
ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	266,576	4,345	49,236	51,404	-72,800	-342,140	13,218
ПАТ «Хмельницькобленерго»	-37,555	1,274	5,202	9,460	9,680	6,997	5,268
ПАТ «Черкасиобленерго»	130,931	3,038	4,440	-143,870	4,690	1,251	-4,471
ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	-73,647	3,460	10,776	21,748	21,809	3,656	5,617
ПАТ «Чернігівобленерго»	-43,237	1,968	8,247	-2,803	15,913	9,862	4,777
ПАТ «Київенерго»	109,482	3,615	-11,871	20,650	-0,579	-49,996	-19,803

**Джерело: побудовано автором на основі кореляційно-регресійного аналізу показників фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]*

Як бачимо зі значення коефіцієнта регресії (a_2) оборотності активів (ТА), то у більшості енергопостачальних корпорацій України (крім ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго», ПАТ «ЕК «Одесаобленерго», ВАТ «Запоріжжяобленерго», ВАТ «Кіровоградобленерго», ПАТ «Рівнеобленерго» та ПАТ «Київенерго» у

яких фактор набуває від'ємних значень) він є додатнім, що свідчить про те, що зі зростанням оборотності активів рентабельність власного капіталу теж зростає. Щодо коефіцієнта регресії (a_3) коефіцієнта фінансових витрат (K_{FC}), то у більшості ЕКУ він має додатне значення і лише у 7 енергопостачальних корпорацій від'ємне. Виходячи з економічної логіки та специфіки розрахунку зазначеного коефіцієнта ($K_{FC} = 1 - \frac{I}{EBIT}$) чим більшою буде абсолютна сума фінансових витрат, тим меншим буде значення коефіцієнта фінансових витрат, і меншим в кінцевому випадку чистий прибуток енергопостачальної корпорацій (який є чисельником при визначенні рентабельності власного капіталу).

Проте фінансові витрати обумовлені наявністю позикового капіталу, який використовується як субститут власного для фінансування господарської діяльності. У зв'язку з чим за певних умов (в першу чергу коли рентабельність інвестованого капіталу перевищує витрати на позиковий) збільшення фінансових витрат призводить до зростання рентабельності власного капіталу. Проте, на нашу думку, збільшують рентабельність власного капіталу не самі по собі фінансові витрати, а додатковий прибуток, отриманий у результаті інвестування в господарську діяльність позикового капіталу.

Як бачимо зі значення коефіцієнта регресії (a_4) коефіцієнта податкової свободи (K_t), у одних корпорацій він набуває додатнього в той же час в інших набуває від'ємного значення. Виходячи із сутності коефіцієнта та специфіки його розрахунку його збільшення показує зменшення податкового тиску на прибуток енергопостачальних корпорацій і, на нашу думку, повинно розглядатись як позитивна тенденція, що призводить до збільшення чистого прибутку, який є базою для розрахунку рентабельності власного капіталу.

Разом з тим при умові збиткової діяльності (або накопичених значних збитків за минулі періоди, які зменшують об'єкт оподаткування податком на прибуток) податок на прибуток може не сплачуватись, крім того можливі коригування фінансової звітності при яких фінансовий результат після оподаткування є більшим за фінансовий результат до оподаткування. На нашу

думку, зазначені причини призводять до того, що у значній кількості ЕКУ коефіцієнт регресії (a_4) має негативне значення. Щодо коефіцієнта регресії (a_5) коефіцієнта операційних поточних зобов'язань (K_{CL}) (він є однією із відносних характеристик фінансової структури ЕКУ), то як бачимо з табл. 2.16 у більшості (20) ЕКУ він набуває додатного значення і лише у 6 – від'ємного. На нашу думку, наявність операційних зобов'язань як умовно-безоплатного джерела фінансування господарської діяльності здійснює позитивний вплив на рентабельність власного капіталу. Проте з іншого боку важливо своєчасно виконувати поточні зобов'язання та підтримувати високий рівень платоспроможності ЕКУ, що вимагає ефективного управління поточними операційними зобов'язаннями та контролю за їх своєчасним погашенням.

Як бачимо зі значення коефіцієнта регресії (a_6) коефіцієнта фінансового левериджу (K_{FL}) у більшості ЕКУ він є додатним, що свідчить про позитивний зв'язок між однією із ключових характеристик фінансової структури, якою є коефіцієнт фінансового левериджу, та рентабельністю власного капіталу ЕКУ. За такої ситуації рентабельність власного капіталу при зростанні питомої ваги позикового зростає, проте зростає також рівень фінансового ризику і зменшується фінансова стійкість ЕКУ. Разом з тим є енергопостачальні корпорації у яких коефіцієнт регресії коефіцієнта фінансового левериджу набуває від'ємних значень і свідчить про зворотній зв'язок між рентабельністю власного капіталу та коефіцієнтом фінансового левериджу.

З одного боку це енергопостачальні корпорації з низьким рівнем фінансового левериджу (ПАТ «Черкасиобленерго», ПАТ «Сумиобленерго», ВАТ «Тернопільобленерго», ПАТ «Полтаваобленерго», ПАТ «Київенерго», ВАТ ЕК «Житомиробленерго»), а з іншого з його високим значенням (ВАТ «Кіровоградобленерго» та ПАТ «Закарпаттяобленерго»). На нашу думку, критично низький рівень фінансового левериджу негативно впливає на рентабельність власного капіталу оскільки не використовуються можливості по додатковому залученню позикового капіталу задля отримання додаткового прибутку. Проте критично високий рівень фінансового левериджу також

здійснює негативний вплив на рентабельність власного капіталу, оскільки виникає необхідність спрямовувати значний обсяг отриманого прибутку на обслуговування та погашення позикового капіталу.

Зазначена ситуація актуалізує необхідність побудови регресійної моделі, яка дозволяє виявити взаємозв'язок між зміною рентабельності власного капіталу (ΔROE) та зміною окремих факторів (ΔROS , ΔTA , ΔK_{FC} , ΔK_t , ΔK_{CL} , ΔK_{FL}) моделі рентабельності власного капіталу. В контексті фінансової реструктуризації особливо цінною є взаємозалежність між зміною фінансового левериджу, питомої ваги операційних поточних зобов'язань та рентабельністю власного капіталу, що дозволяє аналітично оцінити вплив зміни фінансової структури на рентабельність власного капіталу.

За допомогою кореляційно-регресійного аналізу змін величин рентабельності власного капіталу та факторів моделі розрахованих на базі фінансової звітності досліджуваних 26 ЕКУ за 2006-2015 рр було отримано наступну регресійну модель (2.10):

$$\Delta ROE = a_0 + a_1 \Delta ROS + a_2 \Delta TA + a_3 \Delta K_{FC} + a_4 \Delta K_t + a_5 \Delta K_{CL} + a_6 \Delta K_{FL} \quad (2.10),$$

де a_0 – вільний член моделі; $a_1 \dots a_6$ – отримані за результатами аналізу коефіцієнти регресії; ΔROE – зміна рентабельності власного капіталу; ΔROS – зміна рентабельності реалізації продукції; ΔTA – зміна оборотності активів; ΔK_{FC} – зміна коефіцієнта фінансових витрат; ΔK_t – зміна коефіцієнта податкової свободи; ΔK_{CL} – зміна коефіцієнта поточних операційних зобов'язань; ΔK_{FL} – зміна коефіцієнта фінансового левериджу.

В результаті регресійного аналізу змін досліджуваних коефіцієнтів по 26 енергопостачальних корпораціях України за 2006-2015 рр було отримано наступну регресійну модель зміни рентабельності власного капіталу ф-ла 2.11:

$$\Delta ROE = -0,0129 - 0,0147 \Delta ROS + 0,1010 \Delta TA - 0,0641 \Delta K_{FC} - 0,0007 \Delta K_t - 0,0254 \Delta K_{CL} + 0,0310 \Delta K_{FL} \quad (2.11),$$

Дана модель має коефіцієнт множинної кореляції на рівні 0,86, коефіцієнт детермінації 0,74, при цьому стандартна помилка складає 0,43, що свідчить про значущість отриманої регресійної моделі. Побудована динамічна модель

дозволяє проектувати варіанти зміни рентабельності власного капіталу з урахуванням можливостей зміни факторів, які на неї впливають. Вона може використовуватись енергопостачальними корпораціями України в процесі фінансової реструктуризації з метою забезпечення необхідного приросту рентабельності власного капіталу з урахуванням різних варіантів фінансової структури, яка виражається в першу чергу через коефіцієнти поточних операційних зобов'язань, фінансового левериджу та коефіцієнт фінансових витрат.

Отже, на основі проведеного аналізу можна дійти висновку, що між показниками, які відображають ефективність діяльності енергопостачальних корпорацій України, та фінансової структурою наявний зв'язок, що підтверджується побудованими у роботі факторними та регресійними моделями. На нашу думку, специфіка виявленого зв'язку полягає в тому, що з одного боку зростання позикового капіталу та операційних поточних зобов'язань підвищують рентабельність власного капіталу, проте з іншого – надмірне їх зростання призводять до зменшення платоспроможності та фінансової стійкості енергопостачальних корпорацій України. Виявлені взаємозалежності повинні бути враховані у процесі фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України.

Важливою складовою, яка детермінує рівень довгострокового добробуту акціонерів, є вартість корпорації. В першому розділі описана значна кількість методик, які дозволяють визначити фундаментальну вартість енергопостачальних корпорацій. Проте варто відзначити, що застосування більшості з них вимагає наявності інформації, яка отримується на основі даних фондового ринку. Враховуючи недосконалість вітчизняного фондового ринку, яка виражається в низькій ліквідності акцій та закритим характером їх обігу, на нашу думку, єдиним можливим варіантом визначення вартості корпорації є використання фінансових моделей, які дозволяють визначити вартість корпорації (або принаймні тенденції щодо її зміни), на основі фундаментальних показників діяльності корпорації.

Таблиця 2.17

Економічна додана вартість (EVA) ЕКУ за 2011-2015 рр (тис.грн.)*

Назва корпорації	2011р.	2012р.	2013р.	2014р.	2015р.
ПАТ «ДТЕК Крименерго»	-161092,40	-318035,06	-573806,34	-609529,71	н/д
ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	-11424,03	-42814,15	-65550,05	-140760,04	н/д
ПАТ «Вінницяобленерго»	-24681,89	-36241,48	-52321,59	382,26	-60854,28
ПАТ «Волиньобленерго»	-98189,16	-112138,77	-125867,69	-183245,03	-247861,55
ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	-328147,74	-62111,30	-264181,03	-408464,02	-868396,38
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-216519,76	117503,41	-216106,26	-736513,28	-2233265,70
ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	-110783,00	-352382,74	-366518,36	-733879,44	-989268,01
ВАТ «Запоріжжяобленерго»	-105772,75	-208599,62	-215393,03	-389764,48	-337643,51
ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	-94709,72	-132058,06	-136197,82	-336745,55	-350057,89
ВАТ «Кіровоградобленерго»	-146570,34	-278905,75	-60513,28	-499303,56	-514588,41
ПАТ «Львівобленерго»	86600,53	-43668,57	-897104,00	-1246092,69	-1208940,84
ПАТ «Миколаївобленерго»	-49373,56	-89503,25	-162165,81	-160099,31	-145213,60
ПАТ «Закарпаттяобленерго»	-61197,54	-24049,24	-3880,75	-203790,61	-490395,37
ПАТ «Київобленерго»	10434,11	70242,39	-629434,95	-850456,64	-826354,54
ВАТ «ЕК Одесаобленерго»	-313947,07	-877804,44	-683573,98	-804135,67	-1659833,37
ПАТ «Полтаваобленерго»	-5358,81	54219,37	-86774,49	-140520,60	-293697,63
ПАТ «Рівнеобленерго»	-1581,82	-26321,13	-287981,07	-493680,66	-508173,61
ПАТ «Сумиобленерго»	12627,27	9463,44	-32289,46	-149479,11	-179139,85
ВАТ «Тернопільобленерго»	-81706,50	-84519,12	-101768,99	-199067,29	-175626,63
ВАТ АК «Харківобленерго»	-308233,24	-218321,93	-269833,20	-625923,44	-841130,72
ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	-90211,19	-71847,76	-234428,04	-185299,79	-507948,42
ПАТ «Хмельницькобленерго»	-46335,18	-27092,83	-72436,42	-194309,18	-352097,94
ПАТ «Черкасиобленерго»	-25897,22	-39547,46	-44627,51	-75704,82	-80691,14
ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	-27709,80	-17761,13	-32626,14	-51844,18	-29168,39
ПАТ «Чернігівобленерго»	8685,10	-9969,09	-13313,89	-105383,74	-126725,47
ПАТ «Київенерго»	-1276058,96	1588428,27	-116659,13	-1298226,95	-2456071,79

**Джерело: Розраховано автором на основі коригування даних фінансової звітності ЕКУ за 2011-2015 рр [126-151]*

У зв'язку з цим, для оцінки зміни вартості ЕКУ протягом 2006-2015 рр використаємо показник економічної доданої вартості, який відображає зміну (створення або поглинання вартості) вартості корпорації протягом певного періоду. Як було зазначено в першому розділі дисертаційного дослідження, економічна додана вартість з одного боку залежить від операційної ефективності діяльності корпорацій, яка виражається чистим операційним прибутком після сплати податків (*NOPAT*), від ефективності формування

фінансової структури, яка може бути виражена через середньозважену ставку витрат на капітал *WACC*. Розрахунок економічної доданої вартості ЕКУ протягом 2006-2015 рр проведемо в додатку М. У табл. 2.17 відобразимо динаміку економічної доданої вартості протягом 2011-2015 рр. Як бачимо з табл. 2.17 та додатку М більшість енергопостачальних корпорацій не створює, а поглинає вартість впродовж досліджуваного періоду, свідченням чого є від'ємні значення економічної доданої вартості. В першу чергу це зумовлено низьким рівнем рентабельності інвестованого капіталу *ROIC*, який є меншим за середньозважену ставку витрат на капітал *WACC*.

На основі проведених розрахунків бачимо, що дохідність інвестованого фінансовими стейкхолдерами капіталу не покриває повністю всіх ризиків, які пов'язані з інвестуванням фінансового капіталу в енергопостачальні корпорації. Наслідком цього є руйнування реальної вартості енергопостачальних корпорацій. На основі проведеного аналізу показників ефективності ЕКУ можна сформулювати наступні висновки.

Показано, що відносні показники рентабельності краще абсолютних відображають ефективність діяльності корпорацій. Встановлено, що на рентабельність власного капіталу ЕКУ впливають рентабельність реалізації електроенергії, оборотність активів, коефіцієнт фінансових витрат, коефіцієнт податкової свободи, коефіцієнт операційних поточних зобов'язань, коефіцієнт фінансового левериджу.

Доведено, що розмір дивідендів на акцію залежить від частки чистого прибутку, яка спрямовується на дивіденди, кількості акцій та типу дивідендної політики енергопостачальної корпорації. На основі проведеного дослідження бачимо, що попри позитивні фінансові результати діяльності енергопостачальних корпорацій, отримання чистого прибутку та виплату дивідендів, вартісно-орієнтовані показники набувають негативних значень, що є свідченням низької фінансової ефективності вітчизняних ЕКУ, та вимагає проведення їх фінансової реструктуризації.

Висновки до розділу 2

На основі проведеної оцінки фінансової структури та ефективності енергопостачальних корпорацій України можна сформулювати наступні висновки. Встановлено, що предметом діяльності ЕКУ є закупівля на ОРЕ електроенергії, її розподілення і постачання промисловим та побутовим споживачам. Уточнено місце ЕКУ на ринку електроенергії, визначено їх в якості посередників між виробниками та споживачами електроенергії. Виявлено недоліки функціонального підходу до побудови організаційної структури ЕКУ, основні з них полягають у відсутності відповідальності структурних підрозділів за формування фінансового результату корпорації та показників якості виконуваних функцій.

Запропоновано у структурі фінансування ЕКУ виділяти структуру капіталу (складові власного та позикового капіталу) та структуру поточних зобов'язань і забезпечень (кредиторська заборгованість, зобов'язання за розрахунками, поточні забезпечення, інші поточні зобов'язання). Короткострокові фінансові зобов'язання враховано в якості короткострокової компоненти капіталу. Встановлено, що основним джерелом фінансування ЕКУ є додатковий капітал, середня питома вага якого за 2006-2015 рр становить 43,67% усіх джерел фінансування.

Вважаємо, що це є значною структурною диспропорцією в складі джерел фінансування особливо з урахуванням того, що додатковий капітал ЕКУ сформувався не за рахунок додаткових внесків акціонерів, а в процесі переоцінки необоротних активів і є по суті лише номінальним (а не реальним) джерелом фінансування ЕКУ. Встановлено, що статутний капітал є лише інструментом розподілу власності, а не джерелом фінансування ЕКУ. Акцентовано на тому, що питома вага нерозподіленого прибутку (непокритого збитку) набуває від'ємного значення (-1,40%), внаслідок значної збитковості окремих ЕКУ. Цей факт є свідченням того, що прибуток не у всіх корпорацій є

джерелом реального фінансування господарської діяльності. Довгостроковий позиковий капітал ЕКУ представлений як нормальними джерелами фінансування (довгострокові банківські кредити та емітовані облігації) так і гібридними (відстрочені податкові зобов'язання, довгострокова заборгованість перед ДП «Енергоринок» за куповану електроенергію). Встановлено, що середня питома вага короткострокових фінансових зобов'язань складає 5,50% сукупних джерел фінансування. Виявлено, що середня питома вага операційних поточних зобов'язань у структурі фінансування ЕКУ за 2006-2016 рр складає 26,23%.

Доведено, що ставки витрат на капітал – критерії, які виражають переваги фінансових стейкхолдерів, та є інтегральними показниками, що відображають якість фінансової структури корпорацій. Запропоновано в якості моделі оцінки ставки витрат на власний капітал ЕКУ використовувати модель CAPM, компоненти якої розраховувати на основі поєднання показників, отриманих на розвинутому фондовому ринку з фундаментальними показниками самих корпорацій.

Встановлено, що на ставку витрат на власний капітал впливають зовнішні чинники, які притаманні економіці країни в цілому (знаходять своє вираження в премії за ризик країни), кон'юнктура фінансового ринку (ринкова премія за ризик, безризикова ставка дохідності), а з іншого – фактори, пов'язані з діяльністю корпорації (в першу чергу – операційний і фінансовий ризики, що знаходять своє вираження в коефіцієнті β).

Констатовано, що ставка витрат на позиковий капітал, є ціною, за якою корпорація може залучити платний позиковий капітал в майбутньому. Запропоновано ставку витрат на позиковий капітал визначати як суму безризикової ставки та спреду дефолту корпорації, який може бути визначений на основі коефіцієнта відсоткового покриття. Виявлено, що середньозважена ставка витрат на капітал залежить від ставок витрат на власний і позиковий капітал і від їх питомої ваги кожної зі складових капіталу.

Доведено, що розмір дивідендів на акцію залежить від частки чистого прибутку, яка спрямовується на дивіденди, кількості акцій та типу дивідендної політики енергопостачальної корпорації. Так, енергопостачальні корпорації, які входять до холдингу «VS Energy international», протягом досліджуваного періоду при наявності позитивного фінансового результату і вільних грошових коштів виплачують увесь чистий прибуток у вигляді дивідендів, в той час як енергопостачальні корпорації, що входять до холдингу ДТЕК та з державною часткою власності, як правило, у вигляді дивідендів розподіляють лише близько 30% чистого прибутку.

Доведено, що показники рентабельності краще відображають ефективність діяльності корпорацій. Визначено на основі факторного та кореляційно-регресійного аналізу і теоретичних узагальнень взаємозалежність між рентабельністю власного капіталу та показниками, які характеризують фінансову структуру, що дало змогу кількісно оцінити можливості зростання рентабельності власного капіталу за рахунок проведення фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України. В роботі запропоновані регресійні моделі рентабельності власного капіталу для кожної з ЕКУ та запропоновано динамічну регресійну модель, яка дозволяє визначити зміну рентабельності власного капіталу з урахуванням зміни ключових факторів моделі.

Для оцінки процесу створення/поглинання вартості енергопостачальних корпорацій використано модель економічної доданої вартості. Доведено, що протягом 2011-2015 рр енергопостачальні корпорації поглинають, а не створюють вартість, виключенням є лише окремі періоди для визначених компаній. Проведене дослідження вказує на необхідність проведення фінансової реструктуризації ЕКУ з метою підвищення їх ефективності.

Результати дослідження по другому розділу опубліковані автором у таких наукових працях [112, 113, 117, 121, 168,].

РОЗДІЛ 3

НАПРЯМИ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ЕНЕРГОПОСТАЧАЛЬНИХ КОРПОРАЦІЙ УКРАЇНИ ЗА ДОПОМОГОЮ ФІНАНСОВОЇ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ

3.1. Імплементация управлінського підходу до фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України

В умовах фінансово-економічної та суспільно-політичної нестабільності сьогодення особливої актуальності набуває розробка механізмів трансформації діючої системи фінансового управління енергопостачальними корпораціями, що дозволять підвищити ефективність діяльності та забезпечити стабільний розвиток у довгостроковому періоді. Необхідним атрибутом забезпечення ефективного фінансового управління є фінансова структура корпорації.

Одним із підходів щодо трактування сутності фінансової структури корпорації є управлінський підхід, представники якого під фінансовою структурою корпорації розуміють підрозділи підприємства, які здійснюють безпосереднє фінансове управління діяльністю підприємства та несуть пряму відповідальність за результати своєї діяльності. Теоретичне обґрунтування підходів щодо формування фінансової структури енергопостачальних корпорацій має важливе практичне значення під час проведення їх фінансової реструктуризації в контексті трансформації їх структури фінансового управління.

Як показав проведений у другому розділі дисертаційного дослідження аналіз організаційної структури енергопостачальних корпорацій, на сьогоднішній день у них практично відсутня цілісна структура фінансового управління, яка б наскрізно охоплювала всі підрозділи корпорації. Структурні підрозділи у більшості випадків формуються на основі функціонального підходу. При цьому фінансове управління як правило реалізується одним із

підрозділів (як правило фінансовою дирекцією) на який покладено функціональні обов'язки, що передбачають прийняття рішень фінансового характеру та відповідальність за фінансові результати діяльності енергопостачальної корпорації.

На нашу думку, такий підхід є дещо обмеженим, оскільки на практиці всі підрозділи в тій чи іншій мірі беруть участь у формуванні фінансових результатів діяльності корпорації в процесі реалізації своїх функціональних обов'язків. У зв'язку з цим, під час реалізації управлінського підходу до фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України, на нашу думку, доцільним є формування цілісної структури фінансового управління, яка б спрямовувала роботу всіх структурних підрозділів корпорації на досягнення чітко визначених результатів діяльності.

Практична реалізація управлінського підходу до фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України забезпечується шляхом формування на основі діючої організаційної структури ефективної структури фінансового управління (фінансової структури згідно управлінського підходу), яка базується на центрах фінансової відповідальності (ЦФВ). Процес формування структури фінансового управління вимагає чітко координованих дій менеджменту корпорації та поетапної практичної імплементації (рис.3.1). З урахуванням необхідності чітко координованої реалізації управлінського підходу до фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України пропонуємо виділити наступні основні етапи зазначеного процесу:

Етап I. Дослідження організаційно-функціональної структури корпорації. На цьому етапі доцільно проаналізувати організаційну структуру корпорації, описати функціональні обов'язки окремих структурних підрозділів з виділенням їх місця та ролі у формуванні фінансових результатів корпорації та визначенням цільових показників діяльності кожного з них. Етап II. На основі аналізу організаційної структури всі структурні підрозділи необхідно згрупувати відповідно до функцій, які вони виконують (наприклад адміністративні підрозділи, виробничі підрозділи, технологічні підрозділи,

фінансові підрозділи, комерційно-збутові підрозділи і т.д.). Це дозволить визначити конкретні статті витрат і доходів на які можуть впливати ті чи інші підрозділи.



Рис.3.1. Алгоритм формування фінансової структури ЕКУ*

*Джерело: Складено автором

Етап III. Визначення структурного підрозділу, який відповідає перед акціонерами за ефективність використання вкладених ними інвестицій (центр інвестицій) та формування прибутку енергопостачальної корпорації (центру

прибутку), та виділення на основі однотипності отримуваних доходів та здійснюваних витрат відповідних центрів фінансової відповідальності (центрів доходу і центрів витрат). Етап IV. Побудова ієрархії центрів фінансової відповідальності та формування взаємозв'язків між ними. Етап V. Коригування (за потреби) організаційно-функціональної структури у відповідності до специфіки виділених центрів фінансової відповідальності.

Етап VI. Призначення керівників відповідних центрів фінансової відповідальності, доведення повноважень, обов'язків та відповідальності за досягнення планових ключових показників ефективності діяльності ЦФВ. Етап VII. Розробка системи мотивації, що базується на взаємозв'язку показників ефективності роботи центру фінансової відповідальності з системою матеріального заохочення працівників. Етап VIII. Закріплення основних положень щодо побудови та взаємозв'язку центрів фінансової відповідальності енергопостачальної корпорації у положенні про фінансову структуру.

У процесі реалізації управлінського підходу до фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій основним завданням є формування центрів фінансової відповідальності (центрів прибутку, доходів та витрат), в межах яких структурні підрозділи енергопостачальної корпорації з одного боку наділені функціональними повноваженнями, а з іншого – є відповідальними за формування конкретних видів фінансових результатів, або компонентів, які їх визначають (доходів та витрат). У цьому контексті важливою є теоретична модель фінансової структури (з позиції структури фінансового управління) енергопостачальної корпорації. Пропоновану теоретичну модель фінансової структури енергопостачальних корпорацій України (за управлінським підходом) відобразимо на рис.3.2.

Як бачимо з рис.3.2 базовим центром фінансової відповідальності та центром інвестицій є сама енергопостачальна корпорація. Згідно пропонованою структурою центрів фінансової відповідальності центром прибутку першого рівня виступає правління (дирекція) корпорації, при цьому головною особою відповідальною за формування прибутку корпорації є голова правління

(генеральний директор), центрами прибутку другого рівня є райони електромереж (їх кількість залежить як правило від адміністративно-територіального поділу області, в якій працює енергопостачальна корпорація), що є самостійними господарськими одиницями енергопостачальної корпорації.

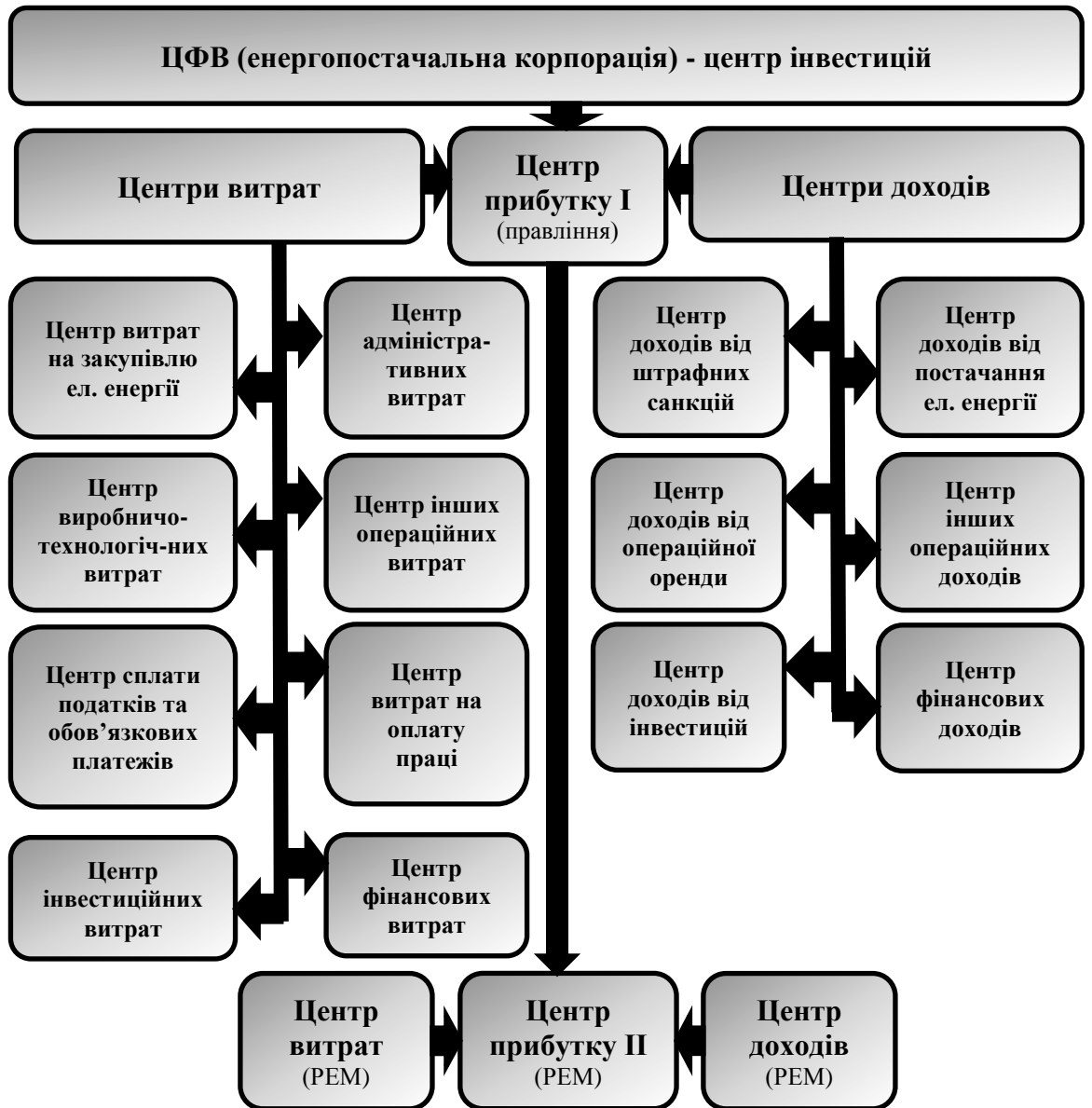


Рис.3.2 Теоретична модель фінансової структури енергопостачальних корпорацій України (за управлінським підходом)*

*Розроблено автором на основі власних досліджень [113]

До складу кожного центру прибутку входять центри доходів і витрат. У структурі центрів витрат доцільно виділити центр витрат на закупівлю електроенергії. Цими питаннями займається як правило фінансовий відділ

(входить до складу фінансової дирекції корпорації), керівник якого несе відповідальність за безперебійну закупівлю електроенергії в ДП «Енергоринок» та бухгалтерія, яка забезпечує проведення оплати за електроенергію.

Центр адміністративних витрат забезпечує здійснення витрат на виконання управлінських та адміністративних функцій. До складу центру адміністративних затрат можуть входити: адміністративно-господарський відділ, канцелярія, дирекція з питань безпеки, дирекція з охорони праці, відділ охорони, штаб цивільної оборони, відділ кадрів, відділ інформаційних технологій, CALL-центр, юридичний відділ (дирекція) та інші структурні підрозділи, які виконують загально-управлінські функції.

Центр виробничо-технологічних витрат несе відповідальність за здійснення витрат, що забезпечують стабільне техніко-технологічне функціонування енергопостачальної корпорації. До складу центру виробничо-технологічних витрат можуть входити: служба балансів та нормування технологічних витрат електроенергії, відділ розподілу і контролю електричної енергії, служба приладів обліку та метрологічного забезпечення, служба ліній 35кВ і вище, служба ПС 35кВ і вище, служба ізоляції та захисту від перенапруг, служба релейного захисту електроавтоматики і електровимірювань, служба засобів диспетчерського і технічного керування, цех по ремонту обладнання, група нагляду за експлуатацією, виробничо-технічний відділ, оперативно-диспетчерська служба, служба розподільних мереж, відділ з приєднань та перспектив розвитку, служба механізації та транспорту.

Центр інших операційних витрат несе відповідальність за здійснення другорядних операційних витрат, що виникають в процесі господарської діяльності. До складу центру можуть входити: їдальня, навчально-курсний комбінат, відділ аналізу та моніторингу показників якості послуг та консультаційної роботи зі споживачами та ін. Центр сплати податків та обов'язкових платежів несе відповідальність за своєчасне перерахування податкових платежів та внесків на соціальне страхування до державного бюджету та державних цільових фондів. Центр виплат на оплату праці несе

відповідальність за здійснення своєчасної і повної оплати праці працівників корпорації. До складу центру сплати податків та обов'язкових платежів та центру витрат на оплату праці можуть входити: бюджетний відділ, відділ організації праці і заробітної плати, бухгалтерія.

Центр інвестиційних витрат несе відповідальність за здійсненням витрат в матеріально-речові, фінансові та капітальні активи. До складу центру інвестиційних витрат можуть входити: тендерний відділ, відділ капітального будівництва, відділ матеріально-технічного постачання та ін. Центр фінансових витрат несе відповідальність за здійсненням виплат, пов'язаних із власним та позиковим капіталом, залученим у господарську діяльність корпорації (погашення і виплата відсотків за кредитами, виплата відсотків за облігаційними позиками та їх погашення, виплата дивідендів). До складу центру фінансових витрат можуть входити: бухгалтерія, бюджетний відділ та фінансова дирекція в цілому.

Центр доходів від постачання електроенергії несе відповідальність за формування доходів від реалізації електроенергії споживачам. До складу центру можуть входити: відділ тарифної політики та планування, відділ по роботі з побутовими споживачами, відділ збуту електроенергії, CALL-центр. Центр доходів від штрафних санкцій несе відповідальність за формування доходів від нарахованих відносно споживачів електроенергії фінансових санкцій (пеня, штраф, неустойка) за несвоєчасну оплату електроенергії або порушення умов її використання.

Центр доходів від операційної оренди несе відповідальність за формування доходів від здачі в оренду тимчасово вільних об'єктів нерухомого майна чи транспортних засобів. Центр інших операційних доходів несе відповідальність за формування другорядних доходів, які виникають в процесі операційної діяльності. Центри доходів від інвестицій та від фінансової діяльності несуть відповідальність за отримання доходів від фінансових чи реальних інвестицій (дезінвестицій). До складу перелічених вище центрів доходів входить, як правило, фінансова дирекція з відповідними структурними

підрозділами. На нашу думку, реалізація управлінського підходу до фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій, який базується на виділенні центрів фінансової відповідальності, дозволяє сформувати ефективну структуру фінансового управління, під якою (як зазначалось у першому розділі дисертації) слід розуміти чітку ієрархічну систему центрів фінансової відповідальності, яка детермінує порядок формування фінансових результатів та розподіл відповідальності за їх досягнення, надаючи кожному з них управлінські повноваження і необхідне для реалізації ресурсне забезпечення.

Вона дозволяє відслідковувати рух ресурсів всередині корпорації, оцінювати ефективність бізнесу як в цілому та за окремими структурними підрозділами. Побудова структури фінансового управління корпорацій є важливим управлінським компонентом фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій, реалізація якого дозволить суттєво підвищити ефективність діяльності та забезпечити стабільний розвиток у довгостроковій перспективі. Пропонований підхід щодо побудови структури фінансового управління у порівнянні з традиційним функціональним підходом має ряд наступних переваг, які полягають у тому, що він:

- дозволяє здійснити трансформацію системи управління з позиції внеску кожного структурного підрозділу у загальний фінансовий результат діяльності енергопостачальної корпорації;

- розглядає фінансову структуру як механізм досягнення фінансових цілей енергопостачальної корпорації;

- забезпечує розподіл відповідальності і повноважень під час управління доходами, витратами, активами і фінансовим капіталом енергопостачальної корпорації;

- дозволяє структурувати грошові потоки енергопостачальної корпорації та визначити відповідальних за їх формування;

- створює передумови для розробки системи мотивації працівників при досягненні планових показників центрів фінансової відповідальності в яких вони працюють;

- сприяє швидкій консолідації фактичних результатів діяльності корпорації та сприяє оперативному контролю та реагуванню на відхилення у діяльності центрів фінансової відповідальності та корпорації в цілому;

- дозволяє перейти від адміністративних до фінансових та економічних методів управління корпорацією.

З наведеного вище бачимо, що фінансова структура (структура фінансового управління) повинна бути спрямована на досягнення ключових фінансових результатів діяльності корпорацій. Як було зазначено в першому розділі дисертаційного дослідження, основною метою фінансового менеджменту на сучасному етапі є максимізація добробуту акціонерів. З урахуванням цього фінансова структура енергопостачальних корпорацій повинна бути підпорядкована досягненню зазначеної мети.

Ключовим фактором, який визначає довгостроковий рівень добробуту акціонерів виступає ринкова вартість корпорації. Як доводить світова практика, досить ефективним аналітичним інструментом, який дозволяє вимірювати інтенсивність зміни вартості корпорації протягом певного періоду, є економічна додана вартість (EVA). На нашу думку, зазначений критерій може успішно бути використаний в процесі формування фінансової структури корпорації у якості ключового показника, який визначає ефективність діяльності як енергопостачальної корпорації в цілому, так і окремих центрів фінансової відповідальності.

На нашу думку, ключові переваги використання економічної доданої вартості (EVA) в якості критерію оцінки ефективності діяльності енергопостачальних корпорацій з одного боку полягають у тому, що він є вартісно-орієнтованим і в значній мірі відображає зміну добробуту акціонерів за період (виражає створення або руйнування вартості), а з іншого – в тому, що він декомпонується на складові компоненти, за кожен з яких може бути відповідальним певний ЦФВ. Реалізація такого підходу дозволить з одного боку дозволить інтегрувати діяльність окремих функціональних підрозділів задля досягнення однієї мети, а з іншого – сформулювати передумови для

практичної імплементації вартісно-формуючої парадигми діяльності енергопостачальних корпорацій. Виходячи зі своєї суті економічна додана вартість (*EVA*) повинна показувати величину залишкового доходу на користь акціонерів після вирахування явних та альтернативних витрат. Крім наведеного у першому розділі дисертаційного дослідження є й інший спосіб розрахунку *EVA*, який базується на основі показника рентабельності інвестованого капіталу (*ROIC*), середньозваженої ставки витрат на капітал (*WACC*) та величини інвестованого капіталу (*IC*).

Таким чином, згідно концепції *EVA* основною ціллю діяльності корпорації є збільшення позитивного спреду (перевищення дохідності інвестованого капіталу над ставкою витрат на капітал) помноженого на величину інвестованого капіталу. У зв'язку з цим, підвищення ефективності діяльності корпорацій на основі моделі *EVA* може бути забезпечене з одного боку за допомогою максимізації обсягу чистого операційного прибутку, а з іншого – мінімізацією величини інвестованого капіталу та витрат на його залучення.

Збільшення обсягу операційного прибутку є можливим при умові, якщо центри доходів будуть максимізувати величину доходу, за який вони несуть пряму відповідальність, а центри витрат будуть забезпечувати при цьому мінімізацію усіх видів витрат, які вони здійснюють у процесі роботи. На нашу думку, максимізація економічної доданої вартості *EVA* має бути ключовим критерієм результативності для центру інвестицій, яким є власне сама корпорація.

На економічну додану вартість *EVA* здійснює вплив значна кількість фінансових та не фінансових факторів, між якими існують тісні взаємозв'язки (рис.3.3). До основних факторів першого рівня можна віднести розмір інвестованого капіталу (*IC*), рентабельність інвестованого капіталу (*ROIC*), середньозважену ставку витрат на капітал (*WACC*). Кожен із зазначених факторів першого рівня може бути декомпонований на декілька факторів

нижчого рівня, що дозволяє з одного боку виявити систему взаємозв'язків між ними, а з іншого – виділити їх вплив на економічну додану вартість *EVA*.

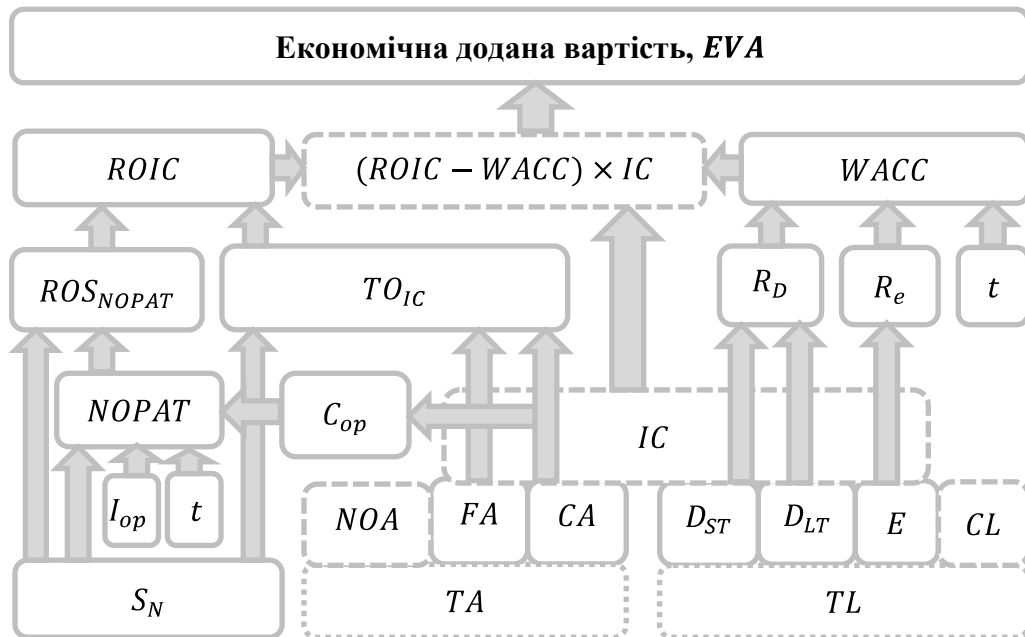


Рис.3.3 Схема взаємозв'язків ключових факторів, які впливають на економічну додану вартість *EVA**

*Джерело: Побудовано автором

Як бачимо з наведеного рис.3.3, абсолютна величина економічної доданої вартості (*EVA*) в першу чергу залежить від величини інвестованого капіталу (*IC*), при цьому варто зазначити пряму залежність між даними величинами: чим більшим є значення інвестованого капіталу (*IC*), тим більшою є номінальна величина економічної доданої вартості (*EVA*). Проте факторами, які детермінують реальну зміну (приріст або зменшення) економічної доданої вартості (*EVA*), є рентабельність інвестованого капіталу (*ROIC*) та середньозважена ставка витрат на капітал (*WACC*).

Рентабельність інвестованого капіталу (*ROIC*) позитивно впливає на економічну додану вартість (*EVA*): чим більше значення рентабельності інвестованого капіталу (*ROIC*), тим більшого значення набуває економічна додана вартість (*EVA*). У той же час середньозважена ставка витрат на капітал (*WACC*), яка детермінує рівень витрат на капітал, здійснює негативний вплив на економічну додану вартість (*EVA*): чим вищою є

середньозважена ставка витрат на капітал, тим меншою є економічна додана вартість (*EVA*). Як бачимо з рис.3.3 на середньозважену ставку витрат на капітал (*WACC*) здійснюють вплив питома вага власного капіталу (W_e) та ставка витрат на нього (R_e), питома вага довгострокового позикового капіталу ($W_{D\ LT}$) та ставка витрат на нього ($R_{D\ LT}$), питома вага короткострокового позикового капіталу ($W_{D\ ST}$) та ставка витрат на нього ($R_{D\ ST}$), ставка податку на прибуток (t). Середньозважена ставка витрат на капітал (*WACC*) може бути розрахована наступним чином (3.1):

$$WACC = W_e \times R_e + (W_{D\ LT} \times R_{D\ LT} + W_{D\ ST} \times R_{D\ ST}) \times (1 - t) \quad (3.1)$$

Фактори вищого рівня можуть бути декомпоновані у систему факторів нижчого рівня, які на них впливають. Зокрема на рентабельність інвестованого капіталу (*ROIC*) впливають: рентабельність реалізації продукції (ROS_{NOPAT}) та оборотність інвестованого капіталу (TO_{IC}), які в свою чергу визначаються величиною чистого операційного прибутку після сплати податків (*NOPAT*), величиною інвестованого капіталу (*IC*) та обсягом чистого доходу від реалізації продукції (S_N) (3.2; 3.3):

$$ROIC = ROS_{NOPAT} \times TO_{IC} \quad (3.2)$$

$$ROS_{NOPAT} = NOPAT/S_N \times 100 \quad TO_{IC} = S_N/IC \quad (3.3)$$

Разом з тим на чистий операційний прибуток (*NOPAT*) крім обсягу чистого доходу від реалізації продукції (S_N) та інших операційних доходів (I_{op}) також впливають величина постійних і змінних операційних витрат (C_{op}) та ставка податку на прибуток (t) (3.4). Подальша декомпозиція зазначених факторів може полягати у деталізації статей операційних доходів і витрат.

$$NOPAT = (S_N + I_{op} - C_{op}) \times t \quad (3.4)$$

На нашу думку, поглиблену деталізацію необхідно проводити в розрізі окремих видів доходів та витрат корпорації із закріпленням кожного їх виду за відповідними центрами фінансової відповідальності, які безпосередньо впливають на їх формування. Для центру прибутку ключовою управлінською установкою має бути максимізація чистого операційного прибутку (*NOPAT*).

Після того, як визначені фактори вартості найнижчого (базового) рівня, необхідно визначити хто в енергопостачальній корпорації за них відповідає. Наприклад, у сфері впливу фінансового директора перебувають витрати на капітал, який залучається корпорацією, він несе відповідальність за середньозважену ставку витрат на капітал ($WACC$).

Проте на практиці, як правило, за один і той же показник (фактор формування вартості) можуть відповідати декілька працівників. У зв'язку з цим, вплив працівників на формування вартості корпорації може бути відображений за допомогою матриці розподілу відповідальності, в якій доцільно закріпити хто з працівників за який фактор формування вартості буде відповідати (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

Матриця розподілу відповідальності

Показники формування вартості	Відповідальні менеджери				
	Голова правління	Комерційний директор	Виконавчий директор	Технічний директор	Фінансовий директор
Величина інвестованого капіталу (IC)	+	+			+
Чистий дохід від реалізації продукції (S_N)	+	+			+
Інші операційні доходи (I_{op})		+	+	+	
Операційні витрати (C_{op})	+	+	+	+	
Розмір податку на прибуток (T)					+
Середньозважена ставка витрат на капітал ($WACC$)					+

**Джерело: Побудовано автором*

Для ефективного фінансового управління процесом формування вартості досить цінною є розробка інформаційної бази, яка дозволяє простежити якість даного процесу в часі. Для цього, на нашу думку, доцільною є розробка

спеціальної управлінської звітності, яка буде містити інформацію про величину ключових факторів формування вартості станом на визначену дату, що дозволить простежити їх динаміку впродовж певного періоду часу. Дана інформація може набувати наступного вигляду табл. 3.2.

Якщо фактор формування вартості закріплений за одним менеджером корпорації, то в даній табл. 3.2 вказується уся сума за період, якщо ж за фактором формування вартості закріплено декілька менеджерів, то відбувається розподіл даної величини виходячи з того хто був ініціатором отримання відповідних доходів чи здійснення витрат. Чим вищим є рівень декомпозиції факторів формування вартості, тим більше можливостей для закріплення за кожним із них відповідальних працівників.

Таблиця 3.2

**Інформація для побудови звітності по оцінці формування вартості
енергопостачальної корпорації на базі EVA**

Дата	Фактор вартості 1 рівня	Фактор вартості 2 рівня	...	Кінцевий фактор вартості	Відповідальний менеджер	Вплив на EVA
01.01.2016р.	$ROIC$	$NOPAT$		S_N	комерційний директор	позитивний
...
01.01.2016р.	$WACC$	$R_e; R_{D\ LT}; R_{D\ ST}$		$W_e; W_{D\ LT}; W_{D\ ST}; t$	фінансовий директор	негативний

**Джерело: Побудовано автором*

Отже, реалізація управлінського підходу до фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій передбачає формування фінансової структури на основі центрів фінансової відповідальності. З одного боку структурні підрозділи наділені функціональними повноваженнями і обов'язками, а з іншого – несуть відповідальність за прийняті рішення. На нашу думку, розроблена на основі центрів фінансової відповідальності структура фінансового управління енергопостачальної корпорації повинна бути орієнтована на реалізацію основної мети фінансового менеджменту, якою є максимізація добробуту акціонерів. Досягнення зазначеної мети може бути

забезпечене шляхом імплементації в якості ключового критерію, який визначає зміну вартості впродовж певного періоду, економічної доданої вартості. Зазначений критерій може бути декомпонований на низку факторів різного рівня за формування яких несуть відповідальність чітко визначені центри фінансової відповідальності. На нашу думку, реалізація зазначеного підходу дозволить енергопостачальним корпораціям з одного боку сформувати цілісну структуру фінансового управління, а з іншого – забезпечити практичну імплементацію вартісно-формуючого підходу у практичну діяльність вітчизняних корпорацій.

3.2. Фінансова реструктуризація енергопостачальних корпорацій України на основі оптимізації структури капіталу

Крім описаного у попередньому підрозділі управлінського підходу до фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій на практиці може бути реалізований і власне фінансовий підхід, який базується на основі оптимізації структури їх фінансового капіталу. Ефективний процес фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій обумовлює необхідність імплементації домінуючих сучасних моделей оптимізації структури капіталу, які довели свою життєздатність у практиці розвинених країн.

При цьому важливо відмітити той факт, що апробовані у світовій практиці підходи щодо оптимізації структури капіталу, повинні бути адаптовані до особливостей вітчизняної економіки та умов розвитку фінансових ринків. Разом з тим при оптимізації структури капіталу енергопостачальних корпорацій України варто враховувати специфічні умови їх діяльності та динамічний характер факторів внутрішнього і зовнішнього середовища. Не дивлячись на теоретичну і практичну значущість процесу оптимізації структури капіталу вітчизняних корпорацій, в економічній літературі на даний момент відсутні концептуальні і прикладні напрацювання,

які б дозволили в повній мірі реалізувати увесь потенціал фінансової реструктуризації на основі оптимізації структури капіталу. Зазначені обставини вимагають поглиблення теоретичних досліджень та обґрунтування ефективних методичних підходів, які дозволять сформулювати прагматичні пропозиції щодо оптимізації структури капіталу енергопостачальних корпорацій України.

Вектор еволюції теорій оптимізації структури капіталу корпорацій полягає у виявленні якомога більшої кількості факторів, які її детермінують з урахуванням впливу внутрішнього і зовнішнього середовища функціонування корпорацій. Концепція оптимізації структури капіталу являє собою систему науково обґрунтованих і практично-спрямованих підходів, які визначають пріоритетні цілі, методи та способи перебудови структури капіталу корпорацій.

На думку Д. Легоєвої та Л. Ігоніної ціллю і пріоритетним критерієм оптимізації структури капіталу корпорацій є максимізація обґрунтованої ринкової вартості корпорації, а до основних принципів оптимізації структури капіталу вони відносять: наукову і практичну обґрунтованість, цілеспрямованість, врахування співвідношення «дохідність-ризик-ліквідність», врахування динамізму зміни внутрішніх і зовнішніх детермінант, досягнення цільових параметрів при раціональному використанні можливостей і ресурсів [169]. Беручи до уваги вищезазначене, Д. Легоєва та Л. Ігоніна під оптимальною структурою капіталу корпорації мають на увазі таке співвідношення всіх форм власного і позикового капіталу, при якому досягається максимізація обґрунтованої ринкової вартості корпорації з урахуванням необхідного балансу «дохідність-ризик-ліквідність» [169].

На думку М. Берзона і Т. Теплової оптимальна структура капіталу – це комбінація постійних джерел фінансування, яка максимізує ринкову вартість бізнесу, а також гармонізує інтереси всіх зацікавлених у функціонуванні компанії на ринку сторін [77, с.526]. При цьому зазначені науковці відмічають той факт, що оптимальна структура капіталу не є статичною величиною і вона змінюється разом зі зміною умов діяльності корпорацій, а також під впливом змін в інтересах менеджерів та акціонерів. З урахуванням вищезазначеного,

стає очевидним той факт, що в кожен конкретний момент часу існує як поточна так і цільова структура капіталу, яка відображає бачення менеджменту по досягненню оптимальної структури (ступінь наближеності та швидкість досягнення). На нашу думку, оптимальна структура капіталу є динамічною і постійно змінюється з урахуванням змін у внутрішньому і зовнішньому середовищі діяльності корпорації. При цьому можливим є визначення на основі обраних критеріїв.

Специфіка кожної із існуючих на сьогоднішній день моделей оптимізації структури капіталу полягає у особливостях вибору цільової функції даного процесу. З одного боку існують моделі, які орієнтовані на ринкову вартість корпорації. В основі їх побудови лежить ціль максимізації вартості корпорації, яка може бути досягнута за допомогою безпосереднього впливу на вартість окремих компонентів, які формують капітал корпорації. З іншого боку наявні моделі, які дозволяють збалансувати вигоди «ризик-дохідність», та розрахувати прийнятний рівень боргу з метою збереження платоспроможності. При цьому в якості ключових обмежуючих факторів, які впливають на оптимальний розмір позикового капіталу розглядають величину волатильності операційного прибутку ($EBIT, EBITDA$) та розмір фінансового ризику.

Оптимізація структури капіталу корпорації може бути реалізована через визначення цільового рівня боргу з урахуванням наявних можливостей по погашенню боргових зобов'язань та відсоткових платежів по них. В цьому контексті важливим є визначення критерію, що відображає реальну спроможність корпорації розрахуватись за своїми зобов'язаннями. Таким показником, який відображає термін окупності боргових зобов'язань, на нашу думку, може бути коефіцієнт чистого боргу ($K_{debt/EBITDA}$), що є співвідношенням чистого боргу ($Net\ debt, D_{net}$) і прибутку до сплати відсотків, податків та амортизаційних відрахувань ($Earnings\ before\ Interest, Taxes, Depreciation\ and\ Amortization, EBITDA$). У вигляді формули розрахунок

коефіцієнта чистого боргу ($K_{debt/EBITDA}$) може бути записаний наступним чином (3.5):

$$K_{debt/EBITDA} = \frac{D_{net}}{EBITDA} \quad (3.5)$$

У зазначеній формулі (3.5) чистий борг (*Net debt*, D_{net}) розраховується як різниця сукупного боргу (*Total debt*, D_{total}) та суми грошових коштів і їх еквівалентів (*Cash & Cash Equivalents*, CCE). Разом з тим $EBITDA$ виступає критерієм, що виражає грошові кошти, які наявні у корпорації для виконання фінансових зобов'язань по погашенню боргу, відсотків за користування ним та справляння податкових платежів. На практиці вважається прийнятним значення коефіцієнта чистого боргу ($K_{debt/EBITDA}$) не більше 2, в той час як критичним є значення даного коефіцієнта більше 4 [77, с.530].

Динаміку коефіцієнта покриття боргу ЕКУ впродовж 2006-2015 рр відобразимо у додатку Н. Фактична величина коефіцієнта покриття боргу ЕКУ станом на 31.12.2015 р і його порівняння із нормативним та критичним значеннями відображені в табл. 3.3. Як бачимо з табл. 3.3 фактичні значення коефіцієнта покриття боргу у 2015 р суттєво коливаються у розрізі окремих енергопостачальних корпорацій. Так у ПАТ «ДТЕК «Донецькобленерго», ПАТ «Полтаваобленерго» та ПАТ «Київенерго» зазначений коефіцієнт набуває від'ємних значень, що зумовлено збитковим характером операційної діяльності, та як наслідок – від'ємним значенням $EBITDA$.

Поряд із цим є енергопостачальні корпорації (ПАТ «ЕК «Херсонобленерго» та ПАТ «ДТЕК «Дніпрообленерго») у яких значення коефіцієнта покриття боргу в десятки разів перевищує критичне значення. Така ситуація є свідченням неспроможності зазначених енергопостачальних корпорацій розрахуватись по боргових зобов'язаннях за рахунок надходжень від операційної діяльності. З табл. 3.3 також видно, що у деяких корпорацій значення коефіцієнта покриття боргу є дуже низьким, до таких корпорацій можна віднести ПАТ «Чернігівобленерго», ПАТ «Черкасиобленерго», ПАТ «Прикарпаттяобленерго», ПАТ «Волиньобленерго». У зазначених корпорацій

обсяг *EBITDA* суттєво перевищує наявні боргові зобов'язання, що є свідченням значного потенціалу у додатковому залученні позикового капіталу та його обслуговування.

Таблиця 3.3

Значення коефіцієнта покриття боргу ($K_{debt/EBITDA}$) ЕКУ у 2015 р

Назва корпорації	Факт 2015р.	Норматив	Критичне	Відхилення	
				Від нормативного	Від критичного
ПАТ «ДТЕК Крименерго»	н/д	2	4	н/д	н/д
ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	н/д	2	4	н/д	н/д
ПАТ «Вінницяобленерго»	0,63	2	4	-1,37	-3,37
ПАТ «Волиньобленерго»	0,26	2	4	-1,74	-3,74
ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	100,50	2	4	98,50	96,50
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-0,15	2	4	-2,15	-4,15
ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	1,85	2	4	-0,15	-2,15
ВАТ «Запоріжжяобленерго»	6,16	2	4	4,16	2,16
ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	0,14	2	4	-1,86	-3,86
ВАТ «Кіровоградобленерго»	8,94	2	4	6,94	4,94
ПАТ «Львівобленерго»	1,45	2	4	-0,55	-2,55
ПАТ «Миколаївобленерго»	3,32	2	4	1,32	-0,68
ПАТ «Закарпаттяобленерго»	0,76	2	4	-1,24	-3,24
ПАТ «Київобленерго»	0,94	2	4	-1,06	-3,06
ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	1,26	2	4	-0,74	-2,74
ПАТ «Полтаваобленерго»	-2,82	2	4	-4,82	-6,82
ПАТ «Рівнеобленерго»	2,63	2	4	0,63	-1,37
ПАТ «Сумиобленерго»	н/д	2	4	н/д	н/д
ВАТ «Тернопільобленерго»	0,65	2	4	-1,35	-3,35
ВАТ АК «Харківобленерго»	0,43	2	4	-1,57	-3,57
ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	128,93	2	4	126,93	124,93
ПАТ «Хмельницькобленерго»	0,75	2	4	-1,25	-3,25
ПАТ «Черкасиобленерго»	0,09	2	4	-1,91	-3,91
ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	0,63	2	4	-1,37	-3,37
ПАТ «Чернігівобленерго»	0,04	2	4	-1,96	-3,96
ПАТ «Київенерго»	-1,33	2	4	-3,33	-5,33

*Розраховано автором на основі звітності ЕКУ за 2015 р [126-151]

Іншим важливим фінансовим коефіцієнтом, який дозволяє визначити цільовий рівень боргу у структурі капіталу корпорації є коефіцієнт покриття виплат по позиковому капіталу (*Debt Payments coverage ratio, DPCR*). Він

розраховується як співвідношення *EBITDA* до річних платежів по позиковому капіталу (*Debt payments, DP*) (3.6). На практиці вважається прийнятним значенням даного коефіцієнта не менше 3 [77, с.507].

$$DPCR = \frac{EBITDA}{DP} \quad (3.6)$$

У додатку Н проведемо розрахунок коефіцієнта покриття виплат по позиковому капіталу ЕКУ за 2006-2015 рр. В табл. 3.4 відобразимо значення коефіцієнта покриття виплат по позиковому капіталу (*DPCR*) ЕКУ за 2015 р.

Таблиця 3.4

**Значення коефіцієнта покриття виплат по позиковому капіталу (*DPCR*)
ЕКУ у 2015 р**

Назва корпорації	Фактичне значення 2015р.	Нормативне значення	Відхилення
ПАТ «ДТЕК Крименерго»	н/д	3	-
ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	н/д	3	-
ПАТ «Вінницяобленерго»	17,48	3	+14,48
ПАТ «Волиньобленерго»	1,34	3	-1,66
ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	0,01	3	-2,99
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-545,45	3	-548,45
ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	8,27	3	+5,27
ВАТ «Запоріжжяобленерго»	28,78	3	+25,78
ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	0,40	3	-2,60
ВАТ «Кіровоградобленерго»	1,00	3	-2,00
ПАТ «Львівобленерго»	0,75	3	-2,25
ПАТ «Миколаївобленерго»	0,57	3	-2,43
ПАТ «Закарпаттяобленерго»	0,66	3	-2,34
ПАТ «Київобленерго»	2,37	3	-0,63
ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	4,06	3	+1,06
ПАТ «Полтаваобленерго»	-	3	-
ПАТ «Рівнеобленерго»	0,77	3	-2,23
ПАТ «Сумиобленерго»	-	3	-
ВАТ «Тернопільобленерго»	1,24	3	-1,76
ВАТ АК «Харківобленерго»	-	3	-
ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	0,04	3	-2,96
ПАТ «Хмельницькобленерго»	0,95	3	-2,05
ПАТ «Черкасиобленерго»	164,83	3	+161,83
ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	12,88	3	+9,88
ПАТ «Чернігівобленерго»	-	3	-
ПАТ «Київенерго»	-80,47	3	-83,47

*Розраховано автором на основі звітності ЕКУ за 2015 р [126-151]

Як бачимо з табл. 3.4 коефіцієнт покриття виплат по позиковому капіталу у 2015 р суттєво варіюється у розрізі окремих енергопостачальних корпорацій. У ПАТ «ДТЕК «Донецькобленерго» та у ПАТ «Київенерго» зазначений показник набуває від'ємного значення, що є свідченням збиткової операційної діяльності, та як наслідок неможливості здійснення виплат по позиковому капіталу за рахунок надходжень від операційної діяльності.

Поряд з цим є енергопостачальні корпорації, коефіцієнт покриття виплат по позиковому капіталу яких у 2015 р суттєво перевищує нормативне значення. До таких корпорацій належать: ПАТ «Черкасиобленерго», ВАТ «Запоріжжя-обленерго», ПАТ «Вінницяобленерго», ПАТ «ЕК «Чернівціобленерго», ПАТ ЕК «Одесаобленерго». Ці корпорації мають можливості по нарощенню обсягів позикового капіталу, оскільки генерованих операційною діяльністю надходжень грошових коштів у вигляді *EBITDA* достатньо для здійснення значно більших обсягів виплат. У решти енергопостачальних корпорацій досліджуваний показник не відповідає нормативному значенню, у зв'язку з чим їм необхідно зменшити величину платного позикового капіталу.

Найбільш розповсюджений підхід по оптимізації структури капіталу корпорацій – метод витрат на капітал, який передбачає оптимізацію структури капіталу по критерію витрат на капітал. Згідно даного підходу цілеспрямована зміна співвідношення власного і позикового капіталу призводить до зменшення середньозваженої ставки витрат на капітал та як наслідок – збільшення ринкової вартості корпорації.

З урахуванням зазначеного, оптимальною буде така структура капіталу, яка забезпечуватиме максимальну величину вартості корпорації, що досягається при мінімальному значенні середньозваженої ставки витрат на капітал. На практиці досить складно визначити оптимальну структуру капіталу та забезпечити її збереження впродовж тривалого періоду. У зв'язку з цим корпораціям доводиться працювати у деякому близькому до оптимального діапазоні коливання структури капіталу. Варто зазначити, що між структурою

капіталу та ставкою витрат на власний капітал є взаємозв'язок, оскільки ставка витрат на власний капітал (R_e) у значній мірі визначається структурою капіталу. Фактично впливаючи за допомогою методів фінансової реструктуризації на структуру капіталу, можна досягти зменшення (або збільшення) ставки витрат на власний капітал (R_e). Теоретична взаємозалежність структури капіталу і ставкою витрат на власний капітал (R_e) полягає в тому, що остання зростає у випадку збільшення питомої ваги позикового капіталу у структурі фінансового капіталу корпорації (табл. 3.5).

Таблиця 3.5

**Ставки витрат на власний капітал (R_e) ЕКУ у 2006-2015 рр
в залежності від структури капіталу (K_L)**

Показники	Значення показників, %									
	100,00	90,00	80,00	70,00	60,00	50,00	40,00	30,00	20,00	10,00
Власний капітал (E)	100,00	90,00	80,00	70,00	60,00	50,00	40,00	30,00	20,00	10,00
Позиковий капітал (D)	0,00	10,00	20,00	30,00	40,00	50,00	60,00	70,00	80,00	90,00
Коефіцієнт D/E	0,00	0,11	0,25	0,43	0,67	1,00	1,50	2,33	4,00	9,00
R_e (2006р.)	22,33	23,24	24,38	25,85	27,81	30,54	34,65	41,50	55,19	96,27
R_e (2007р.)	20,95	21,72	22,67	23,90	25,54	27,83	31,27	37,01	48,48	82,89
R_e (2008р.)	23,28	23,67	24,16	24,79	25,63	26,81	28,57	31,51	37,39	55,03
R_e (2009р.)	17,85	18,11	18,43	18,84	19,40	20,17	21,33	23,27	27,15	38,77
R_e (2010р.)	17,23	17,52	17,89	18,35	18,98	19,85	21,16	23,34	27,71	40,81
R_e (2011р.)	16,59	16,89	17,26	17,74	18,37	19,27	20,60	22,83	27,29	40,67
R_e (2012р.)	17,12	17,39	17,72	18,14	18,71	19,50	20,69	22,68	26,65	38,56
R_e (2013р.)	18,28	18,46	18,68	18,97	19,35	19,88	20,68	22,02	24,69	32,71
R_e (2014р.)	28,85	29,18	29,60	30,15	30,87	31,88	33,40	35,94	41,00	56,20
R_e (2015р.)	32,64	33,02	33,50	34,11	34,92	36,06	37,76	40,60	46,29	63,35
Середнє R_e 2006-2015р.р.	21,51	21,92	22,43	23,08	23,96	25,18	27,01	30,07	36,18	54,53

*Джерело: розраховано автором на основі [164, 165, 166]

У першу чергу це пов'язано зі зростанням рівня фінансового ризику (при збільшенні питомої ваги позикового капіталу) внаслідок чого зростає ставка витрат на власний капітал (R_e). Як бачимо з табл. 3.5 між ставкою витрат на власний капітал і структурою капіталу (вираженою коефіцієнтом фінансового левериджу) є пряма залежність, яка полягає в тому, що зі збільшенням питомої ваги позикового капіталу зростає ставка витрат на власний капітал, оскільки зростає рівень фінансового ризику корпорацій. Для візуалізації зазначеної взаємозалежності побудуємо рис.3.4.

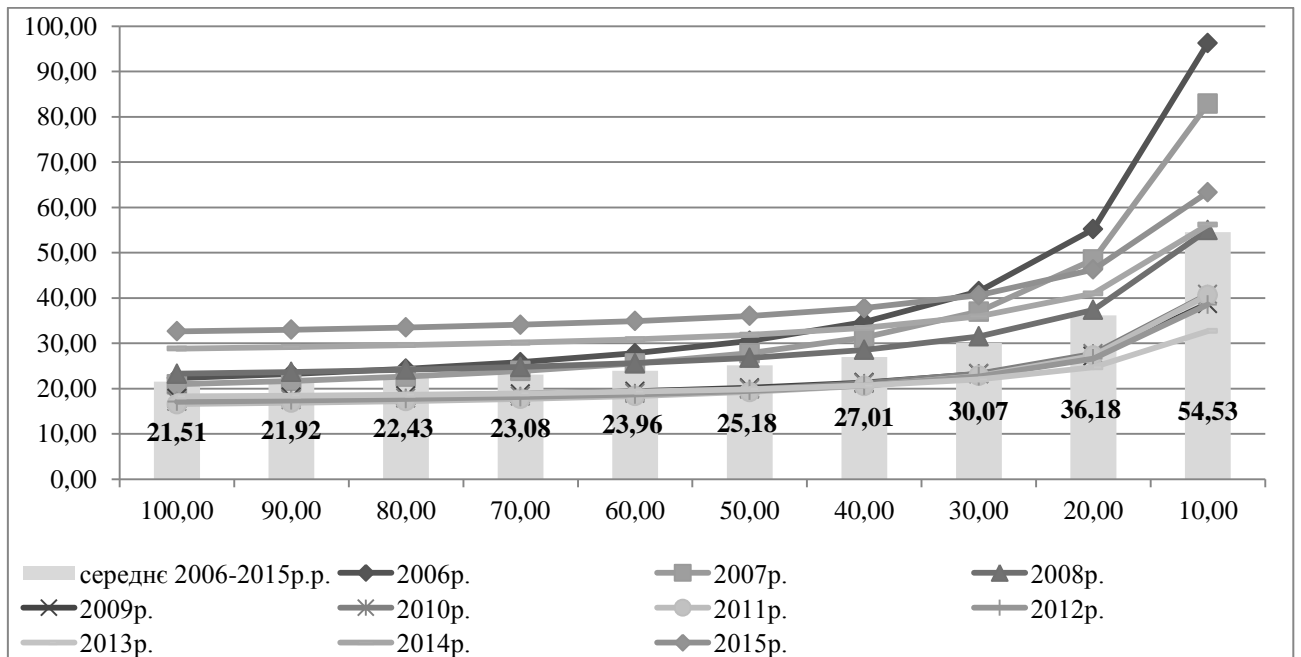


Рис.3.4.Зміна ставки витрат на власний капітал (R_e) ЕКУ у 2006-2015 р.р. в залежності від структури капіталу*

*Джерело: розраховано автором на основі [164, 165, 166]

Щодо ставки витрат на позиковий капітал, то вона також зростає в міру збільшення питомої ваги позикового капіталу, оскільки збільшується рівень фінансового ризику корпорації та як наслідок кредитори вимагатимуть більшу відсоткову ставку по позиковому капіталу. У роботі М. Берзона та Т. Теплової наведено взаємозалежність між фінансовими показниками корпорації та її кредитним рейтингом (табл. 3.6) [77]. Питома вага позикового капіталу здійснює вагомий вплив на синтетичний кредитний рейтинг корпорації, який як

бачимо з табл. 3.6, зменшується в міру збільшення питомої ваги позикового капіталу внаслідок підвищення фінансового ризику корпорацій.

Таблиця 3.6

Взаємозв'язок між питомою вагою позикового капіталу, фінансовими коефіцієнтами та синтетичним кредитним рейтингом корпорації

Показник	Сценарій роботи на позиковому капіталі							
	10,00	20,00	30,00	40,00	50,00	60,00	70,00	80,00
Питома вага позикового капіталу, %	10,00	20,00	30,00	40,00	50,00	60,00	70,00	80,00
Покриття відсотків прибутком, разів	8,69	4,02	2,44	1,51	1,12	0,85	0,67	0,59
Коефіцієнт покриття відсотків операційним потоком	9,31	3,94	2,14	1,08	0,63	0,32	0,11	0,01
Коефіцієнт покриття боргу операційним потоком	0,90	0,41	0,25	0,15	0,09	0,05	0,02	0,00
Можливий рейтинг	AA	A-	BB	B-	CCC	CC	C	C

**Джерело: Побудовано автором на основі [77, с.547]*

Ключовий взаємозв'язок між структурою капіталу і кредитним рейтингом, який відображений у табл. 3.6, використаємо під час розрахунку ставки витрат на позиковий капітал ЕКУ у 2015 р для чого побудуємо табл. 3.7. Як зазначалось у пункті 2.2 дисертації ставка витрат на позиковий капітал може бути визначена шляхом сумування безризикової відсоткової ставки (R_f) спреду дефолту (CDS) та премії за ризик країни (RP_c).

В якості без ризикової відсоткової ставки візьмемо як і в другому розділі ставку дохідності по 10-річним облігаціям казначейства США, яка згідно інформаційної бази А. Дамодарана становить станом на кінець 2015 р 5,23%. Премія за ризик країни також взята з інформаційної бази А Дамодарана і станом на кінець 2015 р вона становить 14,90%. Спред дефолту по боргових зобов'язаннях візьмемо з табл. 2.8, яка побудована на основі досліджень А. Дамодарана. Як бачимо з табл. 3.7 ставка витрат на позиковий капітал ЕКУ у 2015 р зростає в міру збільшення питомої ваги позикового капіталу та

зменшення кредитного рейтингу в результаті зростання спреда дефолту по боргових зобов'язаннях корпорацій. При цьому варто відмітити той факт, що ставка витрат на позиковий капітал ЕКУ у 2015 р зростає ступінчасто, що означає відсутність прямолінійної залежності між структурою капіталу і ставкою витрат на позиковий капітал.

Таблиця 3.7

**Розрахунок ставки витрат на позиковий капітал (R_d) ЕКУ у 2015 рр
в залежності від структури капіталу (K_L)**

Рейтинг	AAA	AA	A-	BB	B-	CCC	CC	C
Питома вага позикового капіталу W_d , %	0,00	10,00	20,00	30,00	40,00	50,00	60,00	70,00
Питома вага власного капіталу W_e , %	100,00	90,00	80,00	70,00	60,00	50,00	40,00	30,00
Коефіцієнт фінансового левериджу K_L , %	0,00	11,11	25,00	42,86	66,67	100,0	150,0	233,33
Спред дефолту, що відповідає кредитному рейтингу CDS , %	0,75	1,00	1,75	4,25	7,50	9,00	12,00	16,00
Безризикова ставка відсотка R_f , %	5,23	5,23	5,23	5,23	5,23	5,23	5,23	5,23
Премія за ризик країни RP_c , %	14,90	14,90	14,90	14,90	14,90	14,90	14,90	14,90
Ставка витрат на позиковий капітал в дол. США $R_{d(USD)}$, %	20,88	21,13	21,88	24,38	27,63	29,13	32,13	36,13
Коефіцієнт співвідношення темпів інфляції T_{ua}/T_{usa}	1,42	1,42	1,42	1,42	1,42	1,42	1,42	1,42
Ставка витрат на позиковий капітал в гривнях $R_{d(UAH)}$, %	29,55	29,90	30,96	34,50	39,10	41,22	45,46	51,13

*Джерело: розраховано автором автором на основі [77, 164, 165, 166].

Після визначення ставок витрат по власному і позиковому капіталу для ЕКУ для різних варіантів його структури можливим є розрахунок середньозваженої ставки витрат на капітал для ЕКУ у 2015 р для чого побудуємо табл.3.8. Як бачимо з табл. 3.8 середньозважена ставка витрат на позиковий капітал ($WACC_{2015}$) ЕКУ у 2015 р змінюється зі зміною структури капіталу: спочатку зменшується при зростанні питомої ваги позикового капіталу від 0 до 20% (за рахунок меншої ставки витрат на позиковий капітал та ефекту податкового щита), а потім суттєво зростає.

Таблиця 3.8

**Розрахунок середньозваженої ставки витрат на капітал ($WACC_{2015}$)
ЕКУ у 2015 р в залежності від структури капіталу (K_L)**

Показники	Значення показників							
Питома вага позикового капіталу W_d , %	0,00	10,00	20,00	30,00	40,00	50,00	60,00	70,00
Питома вага власного капіталу W_e , %	100,00	90,00	80,00	70,00	60,00	50,00	40,00	30,00
Коефіцієнт фінансового левериджу K_L , %	0,00	11,11	25,00	42,86	66,67	100,0	150,0	233,33
R_e (2015р.), %	32,64	33,02	33,50	34,11	34,92	36,06	37,76	40,60
R_d (2015р.), %	29,55	29,90	30,96	34,50	39,10	41,22	45,46	51,13
Ставка податку на прибуток T , %	18	18	18	18	18	18	18	18
Середньозважена ставка витрат на капітал $WACC_{2015}$, %	32,64	32,17	31,88*	32,36	33,78	34,93	37,47	41,53

*Джерело: розраховано автором автором на основі [77, 164, 165, 166].

Мінімальне значення середньозваженої ставки витрат на капітал ЕКУ у 2015 р ($WACC_{2015}$) становить 31,88% у гривневому еквіваленті. З урахуванням зазначеного, за критерієм мінімізації середньозваженої ставки витрат на капітал для ЕКУ цільовою буде питома вага позикового капіталу в межах від 20 до

30%. З метою наочного відображення взаємозв'язку між структурою капіталу та середньозваженою ставкою витрат на капітал ЕКУ у 2015 р на основі інформації табл. 3.8 побудуємо рис.3.5.

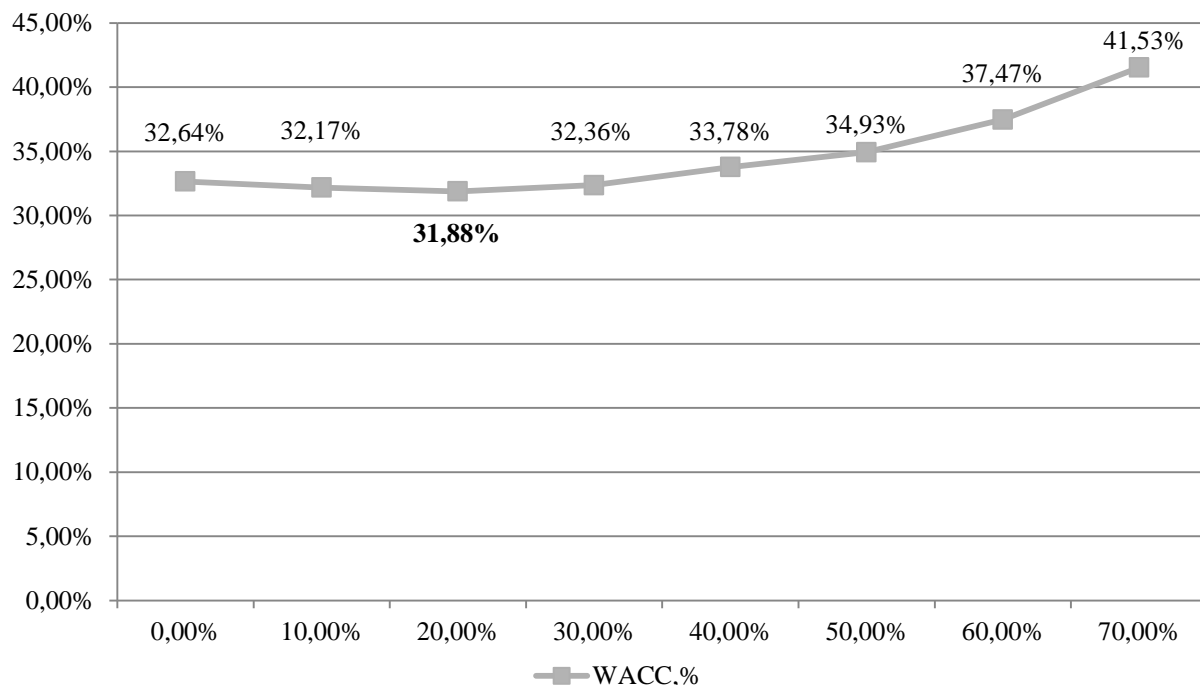


Рис. 3.5 Взаємозв'язок між структурою капіталу і середньозваженою ставкою витрат на капітал (WACC) ЕКУ у 2015 р*

*Джерело: Побудовано автором на основі розрахунків табл. 3.8

Наступним методом оптимізації структури капіталу корпорацій є метод волатильності операційного прибутку. Він дозволяє визначити максимально допустиму питому вагу боргу у структурі капіталу корпорації на основі аналізу мінливості операційного прибутку з урахуванням ймовірності дефолту корпорації по боргових зобов'язаннях. Оцінка волатильності операційного прибутку проводиться, як правило, або на основі даних минулих періодів або за допомогою експертних оцінок з урахуванням змін на ринку в майбутньому. В основі даного методу лежить припущення про взаємозв'язок між ймовірністю дефолту корпорації по боргових зобов'язаннях, волатильністю операційного прибутку (EBIT) та рівнем фінансового левериджу. Традиційно вважається, що чим вищим є рівень волатильності операційного прибутку (EBIT), тим меншою

є спроможність корпорації розрахуватися по власних боргових зобов'язаннях, а відповідно, і вищою є ймовірність дефолту. У даному підході волатильність операційного прибутку є мірою операційного ризику діяльності корпорацій.

Разом з тим на ймовірність дефолту корпорацій по боргових зобов'язаннях визначальний вплив здійснює розмір позикового капіталу, величина відсотків за користуванням ним, специфіка і умови погашення боргових зобов'язань. У зв'язку з цим можна дійти висновку, що ймовірність дефолту корпорації зростає зі збільшенням питомої ваги боргу у структурі капіталу корпорації, що свідчить про пряму залежність зазначених величин. Згідно методу волатильності операційного прибутку, для кожного рівня фінансового левериджу визначається ймовірність дефолту по боргових зобов'язаннях і порівнюється із заданим (визначеним власниками або менеджерами) пороговим (критичним) значенням.

Оптимальним буде той рівень фінансового левериджу, при якому ймовірність дефолту по боргових зобов'язаннях відповідатиме бажаному рівню (пороговому значенню). При цьому якщо фактичний рівень фінансового левериджу вищий оптимального, то в цій ситуації корпорації необхідно зменшити рівень боргового навантаження. Якщо ж фактичний рівень фінансового левериджу є нижчим за оптимальне (максимально допустиме значення фінансового левериджу) значення, то в цій ситуації корпорації рекомендовано збільшити рівень боргового навантаження.

Дефолт по боргових зобов'язаннях корпорації може виникнути у ситуації, коли $EBIT < DP$, тобто коли операційного прибутку ($EBIT$) не вистачає для покриття усіх виплат по позиковому капіталу ($Debt payments, DP$), які включають в себе сплату відсотків та погашення основної суми боргу. Для визначення ймовірності дефолту по боргових зобов'язаннях корпорації ($P_{EBIT < I}$) при використанні методу волатильності операційного прибутку у роботі Т. Теплової [83] використовується наступна формула (3.7):

$$P_{EBIT < DP} = \int_{-\infty}^I f_{EBIT} d_{EBIT} \text{ або } \frac{EBIT - DP}{\sigma_{EBIT}^2} / t_{n-1} \quad (3.7),$$

де $EBIT = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n EBIT_t$ – середня величина операційного прибутку;

DP – величина виплат по боргових зобов'язаннях;

$\sigma_{EBIT}^2 = \frac{1}{n-1} \sum_{t=1}^n (EBIT_t - EBIT)^2$ – дисперсія операційного прибутку;

t – статистика, яка має розподіл Стюдента з $n - 1$ ступенями свободи;

n – кількість років, протягом яких аналізуються значення операційного прибутку ($EBIT$). У роботі Т. Теплової наводиться таблиця відповідності ймовірності дефолту по облігаціях та кредитного рейтингу корпорації Альтмана (табл. 3.9).

Таблиця 3.9

Таблиця відповідності кредитного рейтингу ймовірності дефолту по корпоративних облігаціях*

Кредитний рейтинг	Ймовірність дефолту (банкрутства), %
D	100,0
C	80,0
CC	65
CCC	46,61
B-	32,5
B	26,36
B+	19,28
BB	12,2
BBB	2,3
A-	1,41
A	0,53
A+	0,4
AA	0,28
AAA	0,01

*Джерело: Побудовано автором на основі [83]

Для практичного використання методу волатильності операційного прибутку можна запропонувати наступний алгоритм дій:

1. Необхідно визначити порогове (критичне) значення ймовірності дефолту по боргових зобов'язаннях корпорації, яке задається власниками або менеджерами і сприймається як константа.

2. Розрахувати значення показника $T = \frac{EBIT - DP}{\sigma_{EBIT}}$ як значення функції зворотного розподілу Стюдента з $n - 1$ ступенями свободи від порогового

значення ймовірності дефолту. При цьому волатильність операційного прибутку корпорації розраховується за 5-10 останніх років.

3. На основі розрахованого показника T визначається значення величини граничних виплат по боргових зобов'язаннях $DP_{opt} = EBIT - T \times \sigma_{EBIT}$

4. Виходячи зі значення DP_{opt} розраховуються оптимальна (гранично допустима) величина позикового капіталу D_{opt} та фінансового левериджу.

5. Приймається рішення щодо коригування структури капіталу (проводиться фінансова реструктуризація) у бік збільшення або зменшення позикового капіталу з метою досягнення оптимальних значень.

Для практичної імплементації методу волатильності операційного прибутку з метою визначення гранично допустимого рівня боргу в структурі капіталу ЕКУ побудуємо табл. 3.10. В табл. 3.10 розрахуємо середнє значення операційного прибутку $EBIT$ ЕКУ за 2006-2010 рр та його середньоквадратичне відхилення протягом зазначеного періоду σ_{EBIT} . Задля визначення граничної величини виплат по боргових зобов'язаннях (DP_{opt}) ймовірність дефолту візьмемо на рівні 25%, що згідно табл. 3.9 відповідає кредитному рейтингу В-В+. При цьому розрахуємо для заданої ймовірності дефолту по боргових зобов'язаннях t – статистику зворотного розподілу Стюдента, яка набуває значення 0,7027.

Як бачимо з табл. 3.10 гранично допустиме значення величини виплат по боргових зобов'язаннях (DP_{opt}) в розрізі окремих ЕКУ суттєво відрізняється. В першу чергу це зумовлено різним за обсягом операційного прибутку $EBIT$ за 2006-2015 рр, крім цього відрізняється також його волатильність протягом досліджуваного періоду. З табл. 3.10 видно, що для корпорацій, у яких середньоквадратичне відхилення перевищує його середнє значення операційного прибутку, при заданому 25% рівню ймовірності дефолту розмір виплат по боргових зобов'язаннях має від'ємне значення. Це означає, що виходячи з волатильності операційного прибутку σ_{EBIT} за 2006-2015 рр ймовірність дефолту цих корпорацій є вищою за 25%. У зв'язку з цим, для

зменшення ймовірності дефолту до рівня 25% їм необхідно вжити заходів щодо збільшення величини операційного прибутку та зменшення його волатильності щоби з'явилась можливість залучати позиковий капітал.

Таблиця 3.10

Параметри для розрахунку критичної величини виплат по боргових зобов'язаннях (DP_{opt}) ЕКУ*

№	Назва корпорації	ЕВІТ, тис.грн.	$\sigma_{ЕВІТ}$, тис.грн.	P, %	$t_{(n-1)}$	DP_{opt} , тис.грн
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	12605,89	51164,71	25	0,7027	-23348,69
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	39560,43	10554,37	25	0,7027	32143,65
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	55704,00	44788,01	25	0,7027	24230,47
4	ПАТ «Волиньобленерго»	7130,60	5940,84	25	0,7027	2955,84
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	151538,50	230697,22	25	0,7027	-10577,55
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-335437,60	1031482,55	25	0,7027	-1060283,23
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	70512,80	43987,92	25	0,7027	39601,51
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	40724,60	28557,28	25	0,7027	20656,77
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	77003,90	38282,93	25	0,7027	50101,64
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	27716,60	60235,18	25	0,7027	-14611,99
11	ПАТ «Львівобленерго»	59450,90	113689,01	25	0,7027	-20440,89
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	45308,60	49581,88	25	0,7027	10466,32
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	45819,90	36766,97	25	0,7027	19982,94
14	ПАТ «Київобленерго»	86080,37	78953,88	25	0,7027	30597,72
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	132837,30	91519,06	25	0,7027	68524,83
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	120468,10	70139,23	25	0,7027	71179,71
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	25438,89	33006,61	25	0,7027	2244,41
18	ПАТ «Сумиобленерго»	55913,80	30685,59	25	0,7027	34350,35
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	9960,70	12447,84	25	0,7027	1213,33
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	73807,40	27393,75	25	0,7027	54557,21
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	-663,10	77709,51	25	0,7027	-55271,30
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	36857,90	14145,69	25	0,7027	26917,41
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	39116,00	19493,37	25	0,7027	25417,58
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	31304,20	20542,96	25	0,7027	16868,21
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	62241,60	29941,01	25	0,7027	41201,39
26	ПАТ «Київенерго»	170030,50	1261237,53	25	0,7027	-716269,04

*Джерело: Розраховано на основі фінансової звітності ЕКУ [126-151]

Разом з тим, на основі проведених розрахунків 19 із 26 енергопостачальних корпорацій України при 25-відсотковій ймовірності дефолту мають можливість здійснювати значні виплати по боргових зобов'язаннях. Найбільші можливості по обслуговуванню позикового капіталу

у ПАТ «Полтаваобленерго» та ПАТ «ЕК «Одесаобленерго», гранично допустимі величини виплат по позиковому капіталу становлять 71179,71 тис.грн. та 68524,83 тис.грн. відповідно. Задля виявлення можливостей та напрямків фінансової реструктуризації ЕКУ при використанні методу волатильності операційного прибутку *EBIT* необхідно співставити рекомендовані граничні значення виплат по боргових зобов'язаннях з їх фактичною величиною.

Щодо ставки витрат на позиковий капітал, то вона визначена в другому розділі дисертаційного дослідження на основі врахування безризикової відсоткової ставки, спреду дефолту, який визначений за допомогою розрахунку коефіцієнта відсоткового покриття, та премії за ризик інвестицій в Україні. Всі показники взяті станом на 31.12.2015 р, що дозволяє проектувати рівень боргового навантаження на 2016 р з урахуванням 25-відсоткової ймовірності дефолту по боргових зобов'язаннях. При розрахунку максимально допустимої величини позикового капіталу робимо припущення про його безстроковий характер, в цьому випадку граничний обсяг боргу (D_{opt}) може бути розрахований наступним чином (3.8):

$$D_{opt} = DP_{opt}/R_d \quad (3.8)$$

На основі проведених в табл. 3.11 розрахунків бачимо, що одним корпораціям потрібно збільшити обсяг позикового капіталу, а іншим – зменшити. Так, у частини корпорацій (7 із 26) оптимальна гранична величина позикового капіталу має від'ємне значення, що зумовлене високою волатильністю операційного прибутку. Для цих корпорацій критично важливою є мінімізація обсягу позикового капіталу та витрат, пов'язаних з його обслуговуванням, оскільки ймовірність дефолту є суттєво вищою пропонуваній в цілях оптимізації 25%, що зумовлено збитковістю та високим рівнем волатильності операційного фінансового результату (прибуток/збиток). Разом з тим для більшості корпорацій (19 із 26) можливо розрахувати граничну величину позикового капіталу за 25% ймовірності дефолту.

Таблиця 3.11

Розрахунок граничного обсягу боргу (D_{opt}) ЕКУ*

№	Назва корпорації	DP_{opt} , тис.грн.	R_d , %	D_{opt} , тис.грн.	D_{fact} , тис.грн.
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	-23348,69	20,13	-115989,51	666730,00
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	32143,65	20,13	159680,31	163544,00
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	24230,47	21,88	110742,55	183462,00
4	ПАТ «Волиньобленерго»	2955,84	21,88	13509,33	18444,00
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	-10577,55	40,13	-26358,21	1011920,00
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-1060283,23	40,13	-2642121,18	486419,00
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	39601,51	32,13	123254,01	424885,00
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	20656,77	27,63	74762,10	977782,00
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	50101,64	20,88	239950,37	33864,00
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	-14611,99	40,13	-36411,64	585079,00
11	ПАТ «Львівобленерго»	-20440,89	40,13	-50936,68	479069,00
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	10466,32	32,13	32574,90	358506,00
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	19982,94	20,88	95703,71	225321,00
14	ПАТ «Київобленерго»	30597,72	21,38	143113,77	458557,00
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	68524,83	32,13	213273,67	1007942,00
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	71179,71	20,13	353600,14	25283,00
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	2244,41	40,13	5592,85	346022,00
18	ПАТ «Сумиобленерго»	34350,35	20,13	170642,59	30560,00
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	1213,33	26,63	4556,24	65448,00
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	54557,21	20,88	261289,30	128436,00
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	-55271,30	40,13	-137730,62	802204,00
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	26917,41	20,88	128914,80	136313,00
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	25417,58	20,88	121731,70	24923,00
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	16868,21	21,13	79830,61	107090,00
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	41201,39	20,88	197324,67	6000,00
26	ПАТ «Київенерго»	-716269,04	40,13	-1784871,77	1655334,00

*Джерело: Розраховано на основі фінансової звітності ЕКУ [126-151]

Згідно проведених в табл. 3.11 розрахунків бачимо, що одним корпораціям необхідно зменшити обсяг позикового капіталу, а іншим – навпаки суттєво наростити. Найсприятливіша ситуація (з позиції можливості здійснення виплат по боргових зобов'язаннях) для додаткового залучення позикового капіталу у: ПАТ «Полтаваобленерго», ПАТ «Прикарпаттяобленерго», ПАТ «Сумиобленерго», ПАТ «Чернігівобленерго», ВАТ «АК «Харківобленерго», ПАТ «Черкасиобленерго». Проте у деяких корпорацій є суттєві проблеми з рівнем боргового навантаження, у зв'язку з чим їм необхідно суттєво зменшити

обсяг позикового капіталу. До таких корпорацій належать: ПАТ «ЕК «Одесаобленерго», ВАТ «Запоріжжяобленерго», ВАТ «ЕК «Житомир-обленерго», ПАТ «Рівнеобленерго», ПАТ «Київобленерго».

Як справедливо зазначають І. Івашковська та О. Купріянов, кількісні методи пошуку оптимальної структури капіталу можуть дати лише приблизну оцінку цільового співвідношення позикового і власного капіталу, оскільки на практиці структура капіталу формується під впливом безлічі факторів, більшість з яких складно кількісно оцінити. На їх думку, до них належать: різна привабливість джерел фінансування для менеджменту, асиметрія інформації, стадія життєвого циклу на якій знаходиться корпорація, необхідність збереження фінансової гнучкості, питання акціонерного контролю над корпорацією, вплив стейкхолдерів на діяльність корпорації [170]. У зв'язку з цим, сформовані на основі кількісних методів оптимізації висновки можна використовувати в якості індикаторів, які вказують на необхідність проведення фінансової реструктуризації шляхом зміни співвідношення власного та позикового капіталу. На основі дослідження способів оптимізації структури капіталу ЕКУ можна сформулювати наступні висновки:

Запропоновано під оптимальною структурою капіталу розуміти таке співвідношення всіх форм власного і позикового капіталу, за якого досягається максимізація добробуту акціонерів. Доведено, що згідно методу витрат на капітал (передбачає оптимізацію структури капіталу по критерію витрат на капітал) цілеспрямована зміна співвідношення власного і позикового капіталу призводить до зменшення середньозваженої ставки витрат на капітал.

Обґрунтовано, що оптимальною буде така структура капіталу, при якій середньозважена ставка витрат на капітал буде мінімальною. Визначено, що мінімальна середньозважена ставка витрат на капітал для ЕКУ у 2015 р становить 31,88%, при цьому цільовою буде питома вага позикового капіталу в діапазоні від 20 до 30%. Доведено можливості застосування методу волатильності операційного прибутку для визначення оптимальної питомої ваги позикового капіталу. Запропоновано алгоритм дій для розрахунку

критичної величини виплат по боргових зобов'язаннях з урахуванням заданої ймовірності дефолту. Розраховано граничний обсяг позикового капіталу при 25% ймовірності дефолту для кожної з ЕКУ.

3.3. Прагматика застосування інноваційних методів фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України

З проведеного у попередніх розділах дослідження видно, що на сьогоднішній день практично всі ЕКУ потребують проведення фінансової реструктуризації, яка реалізується через зміну окремих компонентів фінансової структури корпорацій. При цьому методами фінансової реструктуризації, на нашу думку, є цілеспрямовані фінансові рішення, які призводять до зміни фінансової структури корпорацій з метою підвищення її ефективності. На практиці методи фінансової реструктуризації як правило спрямовані на зміну абсолютної величини або структури окремих компонентів фінансового капіталу, поточних зобов'язань і грошових потоків корпорації.

На основі проведеного аналізу фінансової структури ЕКУ (з позиції фінансового підходу), на нашу думку, за об'єктами доцільно виділити наступні перспективні напрямки проведення фінансової реструктуризації ЕКУ: реструктуризацію дебіторської і кредиторської заборгованості, яка виникла в ході операційної діяльності ЕКУ; реструктуризацію зобов'язань перед бюджетом і державними цільовими фондами; реструктуризацію банківських кредитів; реструктуризацію боргових зобов'язань по облігаціям, вексям та іншим фінансовим зобов'язанням (крім кредитів); реструктуризацію власного капіталу; реструктуризацію інвестованого капіталу ЕКУ. На нашу думку, комплекс заходів по реструктуризації заборгованості, що виникла в рамках операційної діяльності доцільно віднести до оперативної фінансової реструктуризації, яка повинна проводитись регулярно і має носити не лише постфактумний, але й превентивний характер. Як засвідчив проведений у

другому розділі аналіз фінансової структури ЕКУ, протягом останніх років спостерігається значне збільшення операційної заборгованості ЕКУ (рис.3.6).

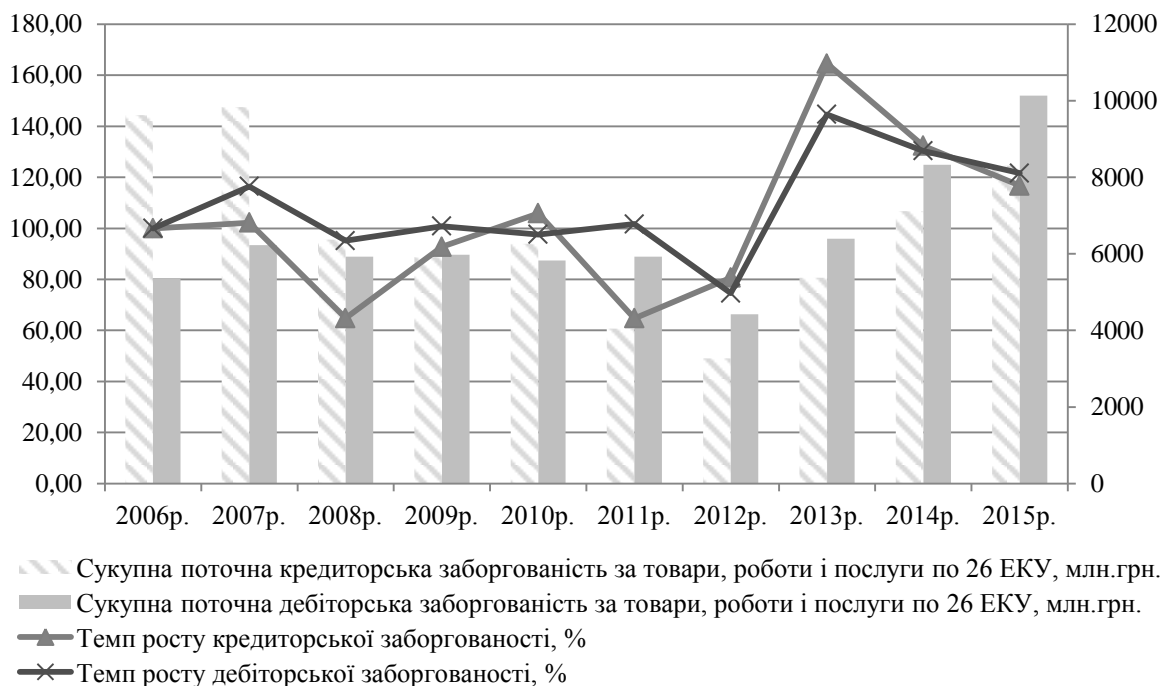


Рис.3.6 Динаміка сукупної дебіторської та кредиторської заборгованості ЕКУ за товари, роботи і послуги у 2006-2015 рр

**Джерело: Побудовано на основі даних фінансової звітності ЕКУ [126-151]*

Як бачимо з рис.3.6 та інформації в розрізі окремих ЕКУ наведеної у додатку Д до 2010 р кредиторська заборгованість за товари, роботи і послуги (її основою є заборгованість перед ДП «Енергоринок» за куповану електроенергію) перевищувала за обсягами дебіторську (основа якої заборгованість споживачів за поставлену та неоплачену електроенергію), проте починаючи з 2011 р спостерігається зворотня тенденція внаслідок випереджаючих темпів росту дебіторської заборгованості над ростом кредиторської.

На нашу думку, першопричиною зростання дебіторської і як наслідок кредиторської заборгованості ЕКУ за товари, роботи і послуги є зменшення споживачами рівня розрахунків за поставлену їм електроенергію. Аналіз причин, що призвели до існування зазначеної проблеми, дозволив визначити основні з них, а саме: збільшення заборгованості вугледобувних шахт та

підприємств ЖКГ за електричну енергію, наявність пільгових споживачів електричної енергії, по яких з боку держави не були встановлені джерела компенсації витрат з державного бюджету, а також наявність споживачів, по яким не покривається в повному обсязі сума заборгованості по різниці в тарифах.

З урахуванням зазначеного бачимо, що причиною зростання кредиторської заборгованості, яка виникає в процесі операційної діяльності ЕКУ перед ДП «Енергоринок» є значні розміри дебіторської заборгованості споживачів електроенергії (в першу чергу підприємств ЖКГ, вугледобувних та деяких інших державних підприємств). У зв'язку з цим, на нашу думку, оперативна фінансова реструктуризація в частині заборгованості, що виникла в процесі операційної діяльності, повинна бути спрямована з одного боку на пошук можливостей по погашенню споживачами-боржниками боргів за поставлену електроенергію, а з іншого – на виявлення способів зменшення кредиторської заборгованості за куповану електроенергію.

Одним зі способів проведення оперативної фінансової реструктуризації заборгованості, що виникла в процесі операційної діяльності, є проведення взаєморозрахунків між споживачами, енергопостачальними корпораціями та ДП «Енергоринок» у випадку наявності рівних сум дебіторсько-кредиторської заборгованості [171]. Фактично законодавством дозволяється проведення взаємозаліку заборгованості, що на нашу думку, може бути використано в якості інструмента оперативної фінансової реструктуризації заборгованості ЕКУ перед ДП «Енергоринок».

Ще одним інструментом оперативної фінансової реструктуризації є переведення боргу. Чинним законодавством дозволяється переведення заборгованості за електричну енергію з одного суб'єкта господарської діяльності - споживача електричної енергії на іншого суб'єкта господарської діяльності за умови, що останній має грошові вимоги в сумі, що дорівнює кредиторській заборгованості споживача електричної енергії, до оптового постачальника електричної енергії або виробника електричної енергії і такі

грошові вимоги виникли у зв'язку з продажем товарів (робіт, послуг) до розрахункової дати. Як бачимо з діючих норм законодавства обов'язковою умовою укладання угоди про переведення боргу зі споживача-боржника на підприємство, яке має грошові вимоги до виробника електроенергії або ДП «Енергоринок». Застосування даного інструменту оперативної фінансової реструктуризації ЕКУ можливе шляхом укладення чотиристоронньої угоди про переведення боргу, яка дозволить зменшити на одну і ту ж суму дебіторську і кредиторську заборгованість кожної зі сторін даної угоди. Для ЕКУ укладення угоди про переведення боргу споживача дозволить зменшити кредиторську заборгованість за куповану електроенергію перед ДП «Енергоринок».

Наступним важливим інструментом оперативної фінансової реструктуризації заборгованості ЕКУ, що виникла у процесі операційної діяльності є реалізація взаєморозрахунків з бюджетом. Чинним законодавством передбачено можливість проведення взаєморозрахунків за участю бюджетів усіх рівнів на суму заборгованості, що виникла в результаті неповного фінансування передбачених державним та/або місцевими бюджетами видатків для: розрахунків за енергоносії, спожиті підприємствами, бюджетними організаціями та установами; фінансування пільг та субсидій, встановлених законодавством відносно оплати за енергоносії; виконання зобов'язань з оплати енергоносіїв державними та комунальними підприємствами.

З огляду на той факт, що в більшості випадків сума дебіторської заборгованості ЕКУ зростає саме із зазначених причин взаєморозрахунки з бюджетом є цінним і практично доцільним інструментом оперативної фінансової реструктуризації ЕКУ. Наприклад зобов'язання по місцевим податкам і зборам в процесі взаєморозрахунків з місцевим бюджетом можуть бути зменшені на суму заборгованості комунального підприємства за спожиту, але не оплачену електроенергію, зобов'язання перед Державним бюджетом можуть бути зменшені на суму недоотриманого фінансування по пільгам і субсидіям за електроенергію. Фактично законодавство дозволяє зменшувати зобов'язання перед бюджетом відповідного рівня зменшуючи дебіторську

заборгованість окремих груп споживачів електроенергії, що на нашу думку, створює сприятливі передумови для фінансової реструктуризації заборгованості між ЕКУ та державою.

Також законодавство передбачає можливість списання заборгованості за електроенергію у випадку: недостатності для задоволення грошових вимог коштів та майна юридичних осіб, які перебувають у процесі ліквідації або ліквідовані відповідно до рішень органів виконавчої влади; відсутності в бюджетах минулих років видаткових статей або недостатність фінансування: розрахунків за енергоносії, спожиті підприємствами, організаціями, закладами та установами, що фінансуються з бюджету, фінансування пільг та субсидій; невиконання зобов'язань з оплати енергоносіїв державними та комунальними підприємствами; несплати населенням за електричну енергію у розмірі заборгованості, що виникла до 1 січня 2002 р. На нашу думку, заходи по списанню заборгованості за електроенергію повинні супроводжуватись зменшенням дебіторської заборгованості окремих споживачів електроенергії з одночасним зменшенням на зазначену суму кредиторської заборгованості за куповану електроенергію перед ДП «Енергоринок».

Важливим інструментом оперативної фінансової реструктуризації ЕКУ є договір про реструктуризацію заборгованості. Чинним законодавством дозволяється ЕКУ без отримання додаткових погоджень провести реструктуризацію кредиторської та/або дебіторської заборгованості шляхом укладання договорів про реструктуризацію заборгованості терміном до 20 років з відстрочкою погашення заборгованості до 2 років дії таких договорів та сплатою протягом наступних років щомісячно рівними частинами [171].

Також ЕКУ мають право на реструктуризацію основного податкового боргу шляхом розстрочення терміном на двадцять років з дати укладення відповідних договорів про реструктуризацію заборгованості - основного податкового боргу (без пені та штрафних санкцій), з відстрочкою погашення на перші два роки дії таких договорів та сплатою протягом наступних років щомісячно рівними частками. Фактично в якості основного механізму

пропонованих договорів реструктуризації заборгованості є її розстрочка в часі та визначення джерел її погашення.

Розрахунки за договорами реструктуризації проводяться учасниками розрахунків з використанням поточних рахунків для погашення заборгованості при розрахунках між споживачами та ЕКУ, а також між ЕКУ та ДП «Енергоринок», розрахунки за яким проводяться згідно з алгоритмом оптового ринку електричної енергії, затвердженим НКРЕКП. Згідно статті 11 джерелом для забезпечення розрахунків за договорами реструктуризації заборгованості є цільова надбавка, що є складовою тарифів на електричну енергію, а також послуг з її передачі та постачання, яка встановлюється КМУ.

Як бачимо погашення заборгованості за закуплену електроенергію на оптовому ринку електроенергії відповідно до договорів реструктуризації (мирових угод) з ДП «Енергоринок» здійснюється за рахунок цільових надбавок до тарифів, прийнятих відповідно до Закону України «Про заходи, спрямовані на забезпечення сталого функціонування підприємств паливно-енергетичного комплексу» від 23.06.2005р №2711-IV [171] та інших джерел фінансування, передбачених системою тарифоутворення.

Довгострокова кредиторська заборгованість ЕКУ перед ДП «Енергоринок» за куповану електроенергію, яка реструктуризована на підставі укладених договорів реструктуризації заборгованості між енергопостачальною корпорацією та ДП «Енергоринок», відображається в складі інших довгострокових зобов'язань і поступово погашається за рахунок надходжень від цільової надбавки до тарифу на електроенергію.

На нашу думку, механізм рефінансування заборгованості за рахунок цільових надбавок до цін на електроенергію носить дискримінаційний характер, оскільки призводить до перманентного зростання тарифів. Концепцією проекту Закону України «Про стабілізацію розрахунків на оптовому ринку електричної енергії України» [172] передбачається проведення погашення заборгованості в рамках наступних 4 етапів: 1 етап проведення взаєморозрахунків з використанням механізму переведення боргу та

відступлення права вимоги між учасниками за заборгованістю. Погашення заборгованості через чинні законодавчі механізми; 2 етап (протягом 6 місяців) проведення списання неліквідної заборгованості ЕКУ за рахунок списання фінансових зобов'язань виробників електроенергії.

Відповідна комісія затверджує обсяги неліквідної заборгованості енергопостачальних компаній щодо списання; 3 етап (протягом 3 місяців після завершення 2 етапу) ДП «Енергоринок» здійснює розподіл заборгованості енергопостачальних корпорацій пропорційно обсягам заборгованості перед виробниками електроенергії з одномоментною передачею їх відповідним виробникам через механізми переведення заборгованості; 4 етап (протягом 3 місяців після завершення 3 етапу) залишок кредиторської заборгованості ДП «Енергоринок», який залишився після виконання етапів 1-3 Закону списується в процесі припинення діяльності ДП «Енергоринок». В процесі реалізації зазначених етапів реструктуризації заборгованості за електроенергію ту заборгованість, яка залишилась непогашеною згідно проекту Закону України пропонується включати у тариф ЕКУ до повного погашення з навантаженням на роздрібний тариф споживачів не більше 1% на рік, або через механізм RAB-регулювання.

На нашу думку, з метою проведення оперативної фінансової реструктуризації заборгованості ЕКУ, яка виникла в процесі операційної діяльності, доцільно на законодавчому рівні забезпечити можливості проведення сек'юритизації заборгованості за електроенергію. Сек'юритизація дозволить трансформувати заборгованість за електроенергію в ліквідні інструменти ринку цінних паперів шляхом випуску боргових цінних паперів, забезпечених пулом зобов'язань по оплаті за електроенергію.

Найбільш перспективною для процесу сек'юритизації є заборгованість по оплаті за електроенергію великих підприємств-боржників, в першу чергу підприємств ЖКГ, вугільних шахт та державних підприємств. При цьому потенційними покупцями сек'юритизованих боргів за електроенергію можуть бути органи державної та місцевої влади за рахунок коштів відповідних

бюджетів, державні банки та інші державні установи. Далі перейдемо до тактичної фінансової реструктуризації, яка на нашу думку повинна бути спрямована на реструктуризацію банківських кредитів, облігаційних позик та інших довгострокових фінансових зобов'язань. Як засвідчив проведений у другому розділі дисертаційної роботи аналіз фінансової структури ЕКУ 14 із них використовують в якості джерел довгострокового фінансування довгострокові банківські кредити, облігації та векселі (табл. 3.12).

Таблиця 3.12

Інформація про довгострокові фінансові зобов'язання ЕКУ

станом на 31.12.2015 р*

№	Назва корпорації	Тип фінансового зобов'язання	Непогашена частина боргу, тис.грн.	Відсоткова ставка, %	Дата погашення згідно умов
1	ПАТ «ЕК «Одесаобленерго»	кредит 1	388678	0,1	04.10.2016р.
		кредит 2	48576	13	30.09.2016р.
		кредит 3	291061	12	19.07.2017р.
		облігації	337873	20	22.11.2017р.
2	ПАТ «ЕК «Херсонобленерго»	кредит	240007	12	01.06.2016р.
		кредит	420012	11	28.07.2017р.
3	ПАТ «ЕК «Житомиробленерго»	кредит	210006	11	16.12.2016р.
		облігації	5481	17	23.09.2017р.
4	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	кредит	25000	20,5	29.04.2016р.
		векселі	8000	-	-
5	ПАТ «Кіровоградоебленерго»	облігації	5000	30	21.08.2025р.
		облігації	120000	20	26.09.2017р.
6	ПАТ «Львівобленерго»	кредит	59575	23,4	19.03.2016р.
		векселі	18062	-	-
7	ПАТ «Миколаївобленерго»	кредит	11000	25,5	08.12.2016р.
8	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	кредит	27800	23,65	18.02.2017р.
9	ПАТ «Київобленерго»	кредит	144004	н/д	н/д
10	ПАТ «Полтаваобленерго»	векселі	10000	-	-
11	ПАТ «Рівнеобленерго»	кредит	144004	11	27.05.2016р.
12	ПАТ «Сумиобленерго»	векселі	8000	-	-
13	ВАТ «Тернопільобленерго»	кредит	2700	17	17.11.2016р.
		кредит	10000	21	30.10.2015р.
		кредит	9967	24,5	23.09.2016р.
		кредит	14875	24	29.11.2016р.
		векселі	10981	-	-
14	ПАТ «Київенерго»	кредит	173602	9,8	31.12.2015р.
		кредит	412614	9	30.10.2015р.

* У решти із 26 ЕКУ немає довгострокових фінансових зобов'язань

Виходячи зі специфіки довгострокових фінансових зобов'язань ЕКУ найбільш перспективними методами вважаємо контрактно-договірні, фінансові та організаційно-правові методи тактичної фінансової реструктуризації довгострокових зобов'язань ЕКУ (табл.3.13).

Таблиця 3.13

**Напрямки проведення фінансової реструктуризації згідно
ЗУ «Про фінансову реструктуризацію»**

№	Група методів	Можливі напрямки реалізації
1	Контрактно-договірні	Внесення змін до кредитних договорів, у тому числі погашення заборгованості окремими траншами (розстрочки), перегляд строків погашення, зміна валюти виконання зобов'язання, розміру процентних ставок, у тому числі встановлення їх на рівні, нижчому собівартості залучення коштів, та повне зупинення нарахування процентів чи інших умов, пов'язаних з відповідним кредитним договором або забезпеченням за таким кредитним договором. Внесення змін до інших укладених договорів, умов боргових зобов'язань або зміни форми таких зобов'язань. Припинення договорів.
2	Майнові	Звернення стягнення на предмет забезпечення, внесення змін до договорів іпотеки та застави чи добровільної відмови від забезпечення. Відчуження майна боржника, заставодавця (іпотекодавця) зі збереженням або без збереження іпотеки, застави або інших видів забезпечення щодо такого майна. Передача кредитору права власності на майно боржника в рахунок повного або часткового задоволення вимог. Відчуження майна боржника, яке не є предметом застави або іпотеки. Надання додаткового забезпечення боржником або третіми особами, включаючи гарантію та поруки.
3	Фінансові	Надання нового фінансування боржнику. Залучення нових інвестицій у капітал боржника. Прощення частини боргу. Задоволення вимог. Переведення зобов'язань боржника в капітал. Випуск цінних паперів.
4	Організаційно-правові	Реорганізація (злиття, приєднання, поділу, виділу, перетворення) боржника. Зміна керівника та/або членів органів управління і контролю боржника на осіб, визначених залученими кредиторами, які є фінансовими установами. Внесення змін до структури корпоративного управління боржника.
5	Інші	Вжиття інших заходів до проведення фінансової реструктуризації

**Джерело: Систематизовано автором на основі [173]*

На практиці ЕКУ досить часто їх використовують у процесі проведення фінансової реструктуризації довгострокових фінансових зобов'язань. Зокрема

досить часто у процесі тактичної фінансової реструктуризації пролонгуються терміни погашення довгострокових кредитів, вносяться зміни до кредитних договорів про розстрочку погашення зобов'язань, в якості джерела погашення існуючого надається новий кредит на інших умовах та ін.

Щодо реструктуризації фінансових зобов'язань по випущеним облігаціям, то як показують проведені дослідження найбільш розповсюдженими інструментами тактичної фінансової реструктуризації облігаційних позик, як використовуються ЕКУ є: пролонгація періоду обігу облігацій, зміна купонних платежів по облігаціях, внесення змін до графіку погашення облігацій та виплати купонних платежів по ним. Деякі із ЕКУ використовують векселі в якості розрахункових інструментів, зобов'язання по яким також можуть бути піддані фінансовій реструктуризації (в першу чергу шляхом взаємозаліку заборгованості між векселетримачем та енергопостачальною компанією).

Перспективним методом фінансової реструктуризації довгострокових фінансових зобов'язань є, на нашу думку, конверсія боргу в капітал. Переведення (конверсія) боргу в капітал – компромісний шлях реструктуризації боргу, коли юридична особа-боржник збільшує свій статутний капітал на суму, пропорційну до суми боргу перед кредитором, а кредитор «обмінює» своє право вимоги до боржника на частку в його статутному капіталі.

Статтею 21 Закону України «Про акціонерні товариства» [174] передбачено, що «акціонерним товариствам дозволяється емісія акцій та облігацій для переведення зобов'язань товариства у цінні папери в порядку, встановленому Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку». Можливість збільшення статутного капіталу акціонерного товариства шляхом переведення (конверсії) зобов'язань в акції НКЦПРФ нещодавно закріпила прийняттям рішення № 950 «Зміни до порядку збільшення (зменшення) статутного капіталу публічного або приватного акціонерного товариства». Відповідно до вказаного рішення, статутний капітал може бути збільшено, зокрема, за рахунок прав вимоги за грошовими зобов'язаннями, крім прав

вимоги за зобов'язаннями з виплати заробітної плати, а також за зобов'язаннями щодо сплати єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування, податків і зборів та іншими зобов'язаннями перед державним та місцевими бюджетами [175].

У такому випадку грошові зобов'язання припинятимуться зарахуванням зустрічних однорідних вимог. З метою законодавчого урегулювання процедури конверсії зобов'язань в акції енергопостачальних корпорацій необхідним є прийняття НКЦПФР рішення щодо «Порядку переведення зобов'язань АТ в акції», що створить законодавчі передумови для застосування даного методу фінансової реструктуризації ЕКУ.

На нашу думку практичний інструментарій тактичної фінансової реструктуризації не обмежується лише реструктуризацією довгострокових фінансових зобов'язань. До нього входять також методи та інструменти, що дозволяють провести реструктуризацію власного капіталу. Реструктуризація власного капіталу полягає у зміні складу і розмірів компонентів власного капіталу корпорацій.

Важливий фактор, який впливає на розмір та структуру власного капіталу ЕКУ є дивідендна політика. З проведеного у другому розділі дисертаційної роботи дослідження ми дійшли висновку, що значна частина корпорацій виплачує отриманий чистий прибуток у вигляді дивідендів у грошовій формі, у деяких із них (тих що належать до холдингу ВіСі «Енерджі Інтернешнл») у вигляді дивідендів розподіляється 100% чистого прибутку.

Виплата дивідендів у грошовій формі призводить до зменшення величини власного капіталу на суму виплачених дивідендів, що на нашу думку, в умовах значної потреби у грошових коштах та важкодоступності капіталу на фінансовому ринку потребує коригування у формі проведення фінансової реструктуризації. Одним із перспективних механізмів, які можуть бути використані в процесі реструктуризації власного капіталу на основі зміни дивідендної політики може бути виплата дивідендів новими акціями

енергопостачальної корпорації, які випущені по існуючій номінальній вартості на величину чистого прибутку, яка спрямовується на виплату дивідендів.

З одного боку дана фінансова операція дозволить залишити в розпорядженні підприємства важливе внутрішнє джерело фінансування власної господарської діяльності, а з іншого – дозволить акціонерам отримати належні їм дивіденди. При цьому кожен із акціонерів в залежності від власних преференцій щодо отримання доходу може отримати у вигляді дивідендів акції як спрямувати до власного інвестиційного портфеля так і продати на фондовій біржі і отримати за продані акції грошові кошти.

Як показав проведений у другому розділі аналіз фінансової структури ЕКУ у складі власного капіталу спостерігаються значні структурні диспропорції, які полягають в тому, що: статутний капітал не виконує функцію джерела фінансування, накопичена значна сума додаткового капіталу, який виник у процесі переоцінки основних засобів, у деяких ЕКУ в балансі відображена значна сума непокритого збитку.

З метою усунення зазначених структурних диспропорцій, на нашу думку, необхідно спочатку спрямувати наявний фіктивний додатковий капітал, що виник в результаті переоцінки основних засобів на формальне покриття відображених в балансі збитків, а потім ту його частину, яка залишиться спрямувати на збільшення (номінальне) статутного капіталу. Це може бути реалізовано шляхом деномінації акцій енергопостачальної корпорації.

Реального надходження грошових коштів в результаті проведення даної фінансової операції не відбудеться, підсумок розділу балансу «власний капітал» залишиться без змін, проте зміниться співвідношення між його складовими на користь статутного капіталу. На нашу думку, збільшення статутного капіталу (хоча й номінальне) дозволить суттєво підвищити інвестиційну привабливість ЕКУ та створить передумови для реального залучення акціонерного капіталу в процесі проведення стратегічної фінансової реструктуризації. На нашу думку, стратегічна фінансова реструктуризація спрямована на максимізацію добробуту акціонерів у довгостроковій перспективі. В першу чергу стратегічна фінансова

реструктуризація пов'язана із залученням нового позикового та акціонерного капіталу та здійсненням довгострокових інвестицій. В умовах необхідності підвищення ефективності діяльності виникає нагальна потреба у якісному оновленні основних засобів у зв'язку з їх фізичним (середній коефіцієнт зносу основних засобів станом на 31.12.2015 р становить 55% (додаток П) та моральним зносом, який призводить до значних втрат електроенергії у мережах, що відображається в кінцевому випадку на фінансових результатах господарської діяльності (табл.3.14).

Таблиця 3.14

Коефіцієнт втрат електроенергії в мережах деяких ЕКУ у 2010-2014 рр*

№	Назва корпорації	2010р., %	2011р., %	2012р., %	2013р., %	2014р., %	Середнє значення
1	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	6,04	5,73	5,32	5,53	5,36	5,60
2	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	8,82	9,25	9,52	8,98	9,37	9,19
3	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	20,35	20,24	20,22	20,82	20,72	20,47
4	ПАТ «Київобленерго»	8,13	7,67	7,86	7,85	7,89	7,88
5	ПАТ «Хмельницькобленерго»	16,66	16,04	16,47	15,89	16,03	16,22
6	ПАТ «Черкасиобленерго»	12,29	12,45	12,91	13,44	13,3	12,88
7	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	20,49	19,76	20,2	19,88	20,14	20,09

*Джерело: Складено автором на основі даних інвестиційних програм ЕКУ

З табл. 3.14 видно, що коефіцієнт втрат електроенергії у мережах суттєво варіюється від 5,36% у ПАТ «Дніпрообленерго» до 20,72% у ПАТ «Закарпаттяобленерго» у 2014 р. Значні відмінності у величинах втрат електроенергії зумовлені специфікою самих електромереж та категоріями споживачів електроенергії (у ЕКУ з нижчим коефіцієнтом втрат електроенергії більша її частина передається лініями електропередач промисловим споживачам, в той час як з технологічної точки зору передача електроенергії мережами 0,4КВ для населення зумовлює значну витрату електроенергії).

Проте існують причини низької технологічної ефективності ЕКУ, які лежать у фінансовій площині. Зокрема як показує критичний аналіз інвестиційних програм ЕКУ на 2016-2020 рр абсолютну більшість із них планується профінансувати за рахунок власних внутрішніх фінансових

ресурсів. До основних власних внутрішніх фінансових ресурсів відносяться чистий прибуток та амортизація. За рахунок амортизаційних відрахувань як правило фінансується просте відтворення (поточний ремонт) основних засобів енергопостачальних корпорацій.

Для фінансування їх розширеного відтворення може бути спрямована частина чистого прибутку, яка реінвестується і використовується на зазначені цілі. Проте більшість ЕКУ протягом 2006-2015 рр спрямовує основну частку отриманого за результатами господарської діяльності прибутку на виплату дивідендів. Це означає, що власних внутрішніх фінансових ресурсів недостатньо для повномасштабної реалізації інвестиційних програм, які б забезпечували розширене відтворення основних засобів енергопостачальних корпорацій, які потребують модернізації та оновлення.

Як показало проведене дослідження, власники не зацікавлені у здійсненні масштабних інвестицій в основні засоби ЕКУ, оскільки діюча тривалий час система тарифоутворення «витрати плюс» не передбачала у структурі тарифу на електроенергію прибутку на інвестований в основні засоби енергопостачальної корпорації капітал. Проте починаючи з 1 січня 2016 р в Україні запроваджується система стимулюючого тарифоутворення (RAB – регулювання). Стимулююче тарифоутворення (*Regulatory Assets Base* – регульована база інвестованого капіталу) – це система тарифоутворення на основі довгострокового регулювання тарифів електроенергію, спрямованого на залучення інвестицій для будівництва та модернізації інфраструктури електричних мереж та стимулювання ефективності діяльності ЕКУ.

Ця система передбачає встановлення величини необхідного доходу для енергопостачальної корпорації в залежності від досягнення встановлених показників надійності електропостачання та якості обслуговування споживачів, а також мотивує до зниження витрат [176]. Вона суттєво відрізняється від старого принципу тарифоутворення «витрати плюс». Для можливості переходу на RAB – регулювання ЕКУ повинні забезпечити 100% розрахунки з ДП «Енергоринок» або укласти договори про реструктуризацію наявних боргів.

Згідно нового підходу ЕКУ самі визначатимуть вектор витрат в рамках інвестиційної діяльності. Нова методологія передбачає переоцінку основних засобів енергопостачальних корпорацій та встановлення 19,11% норми дохідності на переоцінену стару базу активів та 19,11% на нову. При цьому ЕКУ беруть на себе зобов'язання вкладати в розвиток не менше 50% отриманого прибутку, в той же час НКРЕКП встановлює вимоги щодо зниження витрат електроенергії в мережах та якості обслуговування абонентів.

Пропонована методологія RAB – регулювання – це Європейська практика, проте в Україні є специфічні відмінності притаманні діяльності енергопостачальних корпорацій. Дохідність в Європейських країнах встановлювалась на реально інвестований капітал, а не на фіктивний, який виник в процесі переоцінки основних засобів ЕКУ. На нашу думку, справедливо встановлювати норму дохідності для ЕКУ лише на реально вкладений капітал, тобто на нові інвестиції здійснені за рахунок отриманого прибутку або залученого капіталу на фінансовому ринку.

З одного боку пропонована НКРЕКП методологія RAB – регулювання суттєво збільшить добробут власників енергопостачальних корпорацій, проте з іншого таке збільшення добробуту відбудеться за рахунок споживачів електроенергії, оскільки досягається шляхом зростання тарифів на електроенергію. На нашу думку, норма дохідності на існуючі активи повинна складати 0%, оскільки це капітал сформований за рахунок колишніх державних інвестицій та амортизаційних відрахувань, що входять до тарифу на електроенергію.

В той же час норма дохідності на всі нові інвестиції не повинна бути фіксованою, а повинна відповідати мінімально можливій середньозваженій ставці витрат на капітал ($WACC_{min}$), який залучається для фінансування нових інвестицій, з урахуванням оптимальної його структури. Крім того вважаємо за доцільне зняти будь-які обмеження щодо виплати дивідендів при впровадженні RAB – регулювання, оскільки власники мають право приймати рішення щодо розподілу отриманого чистого прибутку. На нашу думку, пропоновані рішення

в найбільшій мірі збалансують інтереси власників ЕКУ та споживачів електроенергії та створять можливості для залучення нового акціонерного і позикового капіталу на фінансовому ринку. Одними із найбільш перспективних способів залучення нового акціонерного капіталу для ЕКУ, який водночас є методом стратегічної реструктуризації власного капіталу, є приватне та публічне розміщення акцій. Порядок емісії акцій для публічних акціонерних товариств визначають [174,175,177,178,179,180,181].

Основні етапи збільшення статутного капіталу шляхом публічного розміщення акцій визначені в рішенні НКЦПФР №822 від 14.05.2013р «Про затвердження порядку збільшення (зменшення) статутного капіталу публічного або приватного акціонерного товариства, який передбачає поетапний алгоритм проведення публічного та приватного розміщення акцій [180]. Необхідність проведення реструктуризації статутного капіталу зумовлена тим, що вітчизняні енергопостачальні корпорації сформовані не шляхом добровільного об'єднання приватного капіталу, а директивними методами розподілу власності, таким чином ЕКУ є штучними утвореннями, які не в змозі використовувати переваги акціонерної форми власності (залучати фінансові ресурси через ринки капіталів, IPO).

Свідченням цього є той факт, що протягом 2006-2015 рр ЕКУ було здійснена лише одна нова додаткова емісія акцій для збільшення статутного капіталу. Це було приватне розміщення акцій ПАТ «ЕК Одесаобленерго» протягом 2006-2007 рр шляхом додаткової емісії 400000000 акцій існуючої номінальної вартості 0,25грн., що дозволило збільшити статутний капітал ПАТ «ЕК Одесаобленерго» на 100000 тис.грн. На нашу думку, після впровадження RAB – регулювання з урахуванням наданих нами пропозицій щодо встановлення дохідності на інвестований капітал на основі мінімального значення середньозваженої ставки витрат на капітал ($WACC_{min}$) для власників енергопостачальних корпорацій стане економічно доцільним інвестувати в новий акціонерний капітал з метою підвищення ефективності діяльності енергопостачальних корпорацій. Крім цього запровадження RAB –

регулювання за оцінками експертів повинно підвищити інвестиційну привабливість ЕКУ з боку іноземних інвесторів. Їх залучення можливе через купівлю акцій нової емісії, або через використання депозитарних розписок, практика використання яких є в ПАТ «Хмельницькобленерго», яким ще у 2000 р було укладено депозитарний договір з Bank of New York та власниками - бенефіціарами щодо випуску ADR і зареєстровано Програму американських депозитарних розписок (ADR) на акції ПАТ «Хмельницькобленерго» Комісією з цінних паперів США. Зазначені депозитарні розписки виставляються на продаж на фондових майданчиках США та Європи.

Отже, прагматика застосування інноваційних методів фінансової реструктуризації передбачає досить широкий спектр можливих заходів проведення фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України. В якості інструментів проведення фінансової реструктуризації виступають фінансові рішення, які призводять до зміни компонентів фінансової структури ЕКУ. Серед пріоритетних напрямків проведення фінансової реструктуризації ЕКУ виділено: реструктуризацію дебіторської і кредиторської заборгованості, яка виникла в ході операційної діяльності ЕКУ; реструктуризацію зобов'язань перед бюджетом і державними цільовими фондами; реструктуризацію банківських кредитів; реструктуризацію боргових зобов'язань по облігаціях, векселях та іншим фінансових зобов'язаннях (крім кредитів); реструктуризацію власного та інвестованого капіталу.

Крім передбачених законодавством способів реструктуризації заборгованості, яка виникла в ході операційної діяльності ЕКУ, в якості перспективного механізму реструктуризації операційної заборгованості запропоновано проводити сек'юритизацію заборгованості за електроенергію на основі емісії боргових цінних паперів. В процесі реструктуризації довгострокових фінансових зобов'язань запропоновано використовувати способи передбачені Законом України «Про фінансову реструктуризацію». При цьому у процесі реструктуризації довгострокових фінансових зобов'язань пріоритетним на думку дисертанта є метод конверсії боргу у власність.

Зазначено, що потребує законодавчої регламентації механізм проведення конверсії боргових зобов'язань в акціонерний капітал. Встановлено, що запровадження методу RAB – регулювання дасть серйозний поштовх до вкладення інвестицій в господарську діяльність ЕКУ. Запропоновано в якості ставки дохідності на новий інвестований капітал використовувати мінімально можливу серед усіх доступних середньозважену ставку витрат на капітал, при цьому передбачається зняття обмежень щодо виплати дивідендів.

В процесі реструктуризації власного капіталу запропоновано: проводити виплату дивідендів акціями з метою капіталізації отриманого чистого прибутку; здійснити деномінацію акцій за рахунок спрямування на ці цілі додаткового капіталу та нерозподіленого прибутку отриманого у минулих періодах (при цьому додатковий капітал спрямувати в першу чергу на покриття балансових збитків за їх наявності); провести публічне або приватне розміщення акцій з метою залучення нового акціонерного капіталу на фінансовому ринку; використовувати можливості розміщення депозитарних розписок з метою залучення іноземних інвесторів.

Висновки до розділу 3

На основі дослідження способів підвищення ефективності ЕКУ за допомогою фінансової реструктуризації можна сформулювати наступні висновки. Рекомендовано алгоритм формування фінансової структури ЕКУ, поетапна реалізація етапів якого дозволить сформувати структуру фінансового управління на основі центрів фінансової відповідальності. Запропоновано теоретичну модель фінансової структури ЕКУ за управлінським підходом. Доведено можливість використання економічної доданої вартості в якості показника, який відображає зміну вартості впродовж певного періоду, розроблено схему взаємозв'язків ключових факторів, які впливають на неї.

Запропоновано під оптимальною структурою капіталу розуміти таке співвідношення всіх форм власного і позикового капіталу, за якого досягається максимізація добробуту акціонерів. Доведено, що згідно методу витрат на капітал (передбачає оптимізацію структури капіталу по критерію витрат на його залучення) цілеспрямована зміна співвідношення власного і позикового капіталу призводить до зменшення середньозваженої ставки витрат на капітал.

Обгрунтовано, що оптимальною буде така структура капіталу, при якій середньозважена ставка витрат на капітал буде мінімальною. Визначено, що мінімальна середньозважена ставка витрат на капітал для ЕКУ у 2015 р становить 31,88%, при цьому цільовою буде питома вага позикового капіталу в діапазоні від 20 до 30%.

Доведено можливості застосування методу волатильності операційного прибутку для визначення оптимальної питомої ваги позикового капіталу. Запропоновано алгоритм дій для розрахунку критичної величини виплат по боргових зобов'язаннях з урахуванням заданої ймовірності дефолту. Розраховано граничний обсяг позикового капіталу при 25% ймовірності дефолту для кожної з ЕКУ.

Серед пріоритетних напрямків проведення фінансової реструктуризації ЕКУ виділено: реструктуризацію дебіторської і кредиторської заборгованості, яка виникла в ході операційної діяльності ЕКУ; реструктуризацію зобов'язань перед бюджетом і державними цільовими фондами; реструктуризацію банківських кредитів; реструктуризацію боргових зобов'язань по облігаціям, вексям та іншим фінансовим зобов'язанням (крім кредитів); реструктуризацію власного та інвестованого капіталу.

Запропоновано проводити сек'юритизацію заборгованості за електроенергію на основі емісії боргових цінних паперів. У процесі реструктуризації довгострокових фінансових зобов'язань запропоновано використовувати способи передбачені Законом України «Про фінансову реструктуризацію». Пріоритетним є метод конверсії боргу у власність.

Встановлено, що запровадження методу RAB – регулювання дасть серйозний поштовх до вкладення інвестицій у господарську діяльність ЕКУ. Рекомендовано в якості ставки дохідності на новий інвестований капітал використовувати мінімально можливу серед усіх доступних середньозважену ставку витрат на капітал, при цьому передбачається зняття обмежень щодо виплати дивідендів.

У процесі реструктуризації власного капіталу запропоновано: проводити виплату дивідендів акціями з метою капіталізації отриманого чистого прибутку; здійснити деномінацію акцій за рахунок спрямування на ці цілі додаткового капіталу та нерозподіленого прибутку отриманого у минулих періодах (при цьому додатковий капітал спрямувати в першу чергу на покриття балансових збитків за їх наявності); провести публічне або приватне розміщення акцій з метою залучення нового акціонерного капіталу на фінансовому ринку; використовувати можливості розміщення депозитарних розписок з метою залучення іноземних інвесторів.

Результати дослідження по третьому розділу опубліковані автором у таких наукових працях [182,183,184,185,186].

ВИСНОВКИ

У дисертації узагальнено та обґрунтовано нове вирішення важливого науково-практичного завдання щодо теоретико-методичного обґрунтування впливу фінансової реструктуризації на ефективність діяльності ЕКУ та розроблено на цій основі практичні рекомендації щодо її підвищення. Проведене дослідження дало змогу зробити такі висновки.

1. У ході дослідження з'ясовано, що ефективність діяльності корпорацій необхідно оцінювати крізь призму інтересів ключових груп стейкхолдерів, які вступають у економічні відносини з корпорацією; при цьому пріоритетними є інтереси власників (акціонерів). Запропоновано вартісно-орієнтований показник динаміки добробуту акціонерів за визначений період.

Доведено, що прагматика обґрунтування впливу фінансової реструктуризації на ефективність діяльності корпорацій зводиться до того, яким чином цілеспрямована перебудова фінансової структури впливає на добробут акціонерів у цілому (або окремі його складові). Встановлено, що на поточний добробут впливають фінансові рішення, які приводять до змін у грошових потоках між акціонерами і корпорацією, в той час як на довгостроковий – рішення, які приводять до зміни ринкової вартості акцій та ставки витрат на власний капітал.

2. Виявлено специфіку використання реструктуризації як інструмента управління корпорацією. Запропоновано в якості об'єкта фінансової реструктуризації використовувати фінансову структуру корпорації, виділено фінансовий та управлінський підходи до її розуміння. Запропоновано авторське визначення фінансової реструктуризації корпорацій, згідно якого вона є процесом перебудови фінансової структури корпорацій, який здійснюється з метою максимізації добробуту акціонерів та збалансування інтересів інших стейкхолдерів у довгостроковому періоді. На основі термінів та масштабів застосовуваних заходів рекомендовано виділяти оперативну, тактичну,

стратегічну фінансову реструктуризацію.

3. З'ясовано, що предметом діяльності ЕКУ є закупівля на ОРЕ електроенергії, її розподіл і постачання споживачам. Виявлено недоліки функціонального підходу до побудови організаційної структури ЕКУ, основні з них полягають у відсутності відповідальності структурних підрозділів за формування фінансового результату корпорації та показників якості виконуваних функцій. Визначено наступні структурні диспропорції у складі джерел фінансування ЕКУ за 2006–2015 рр: середня питома вага додаткового капіталу становить 43,67%, статутного капіталу – 4,67%, нерозподіленого прибутку (непокритого збитку) набуває від'ємного значення (-1,40%).

Встановлено, що статутний капітал є лише інструментом розподілу власності, а не джерелом фінансування ЕКУ. Виявлено, що середня питома вага довгострокового позикового капіталу складає 20,78% сукупних джерел фінансування ЕКУ за 2006–2015 рр, він представлений як нормальними джерелами фінансування (довгострокові банківські кредити та емітовані облігації) так і гібридними (відстрочені податкові зобов'язання, довгострокова заборгованість перед ДП «Енергоринок» за куповану електроенергію).

4. Доведено, що ставки витрат на капітал є інтегральними показниками, які відображають якість фінансової структури. Запропоновано в якості моделі оцінки ставки витрат на власний капітал ЕКУ використовувати модифіковану модель CAPM, компоненти якої розраховувати на основі поєднання показників, отриманих на розвинутому фондовому ринку, з фундаментальними показниками корпорацій. Запропоновано ставку витрат на позиковий капітал визначати як суму безризикової ставки та спреду дефолту корпорації, який може бути визначений на основі коефіцієнта відсоткового покриття. Виявлено, що середньозважена ставка витрат на капітал залежить від ставок витрат на власний і позиковий капітал та від питомої ваги кожної зі складових капіталу.

5. Досліджено, що на рентабельність власного капіталу ЕКУ впливають: рентабельність реалізації електроенергії, оборотність активів, коефіцієнт фінансових витрат, коефіцієнт податкової свободи, коефіцієнт операційних

поточних зобов'язань, коефіцієнт фінансового левериджу. На основі факторного аналізу досліджено вплив кожного із зазначених факторів на рентабельність власного капіталу ЕКУ.

Для виявлення взаємозв'язку між рентабельністю власного капіталу та визначеними факторами по кожній енергопостачальній корпорації побудовані регресійні моделі, коефіцієнти регресії яких показують, що частина факторів позитивно впливають на рентабельність власного капіталу, інші ж здійснюють негативний вплив. На основі кореляційно-регресійного аналізу побудовано динамічну модель рентабельності власного капіталу ЕКУ, яка дозволяє визначити її зміну з урахуванням зміни факторів моделі.

6. Розроблено алгоритм побудови структури фінансового управління ЕКУ, який передбачає проведення фінансової реструктуризації за управлінським підходом, запропоновано теоретичну модель фінансової структури ЕКУ. Доведено можливість використання економічної доданої вартості в якості показника, який відображає зміну вартості за період, розроблено схему взаємозв'язків ключових факторів, які впливають на неї. Для оцінки процесу створення (поглинання) вартості енергопостачальних корпорацій використано модель економічної доданої вартості. Показано, що протягом 2011–2015 рр ЕКУ поглинають, а не створюють вартість.

7. Запропоновано під цільовою структурою капіталу розуміти таке співвідношення всіх форм власного і позикового капіталу, за якого досягається максимізація добробуту акціонерів. Обґрунтовано, що раціональною буде така структура капіталу, при якій середньозважена ставка витрат на капітал буде мінімальною. Визначено, що мінімальна середньозважена ставка витрат на капітал для ЕКУ у 2015 р становить 31,88%, при цьому раціональною буде питома вага позикового капіталу від 20 до 30%. Доведено можливість застосування методу волатильності операційного прибутку для визначення цільової питомої ваги позикового капіталу.

8. Серед пріоритетних напрямків проведення фінансової реструктуризації ЕКУ виділено: реструктуризацію дебіторської і кредиторської заборгованості,

яка виникла в ході операційної діяльності ЕКУ; реструктуризацію зобов'язань перед бюджетом; реструктуризацію банківських кредитів; реструктуризацію боргових зобов'язань по облігаціях, векселях та іншим фінансових зобов'язаннях (крім кредитів); реструктуризацію власного та інвестованого капіталу. Запропоновано проводити сек'юритизацію заборгованості за електроенергію на основі емісії боргових цінних паперів. У процесі реструктуризації довгострокових фінансових зобов'язань пріоритетним визначено метод конверсії боргу у власність.

Під час здійснення реструктуризації власного капіталу запропоновано: проводити виплату дивідендів акціями з метою капіталізації отриманого чистого прибутку; здійснити деномінацію акцій за рахунок спрямування на ці цілі додаткового капіталу та нерозподіленого прибутку (при цьому додатковий капітал спрямувати в першу чергу на покриття балансових збитків за їх наявності); провести публічне або приватне розміщення акцій з метою залучення нового акціонерного капіталу; використовувати можливості розміщення депозитарних розписок з метою залучення іноземних інвесторів.

9. Встановлено, що запровадження методу RAB–регулювання дасть серйозний поштовх до вкладення інвестицій у господарську діяльність ЕКУ та створить передумови для реструктуризації інвестованого капіталу. Запропоновано в якості ставки дохідності на новий інвестований капітал використовувати мінімально можливу серед усіх доступних середньозважену ставку витрат на капітал; при цьому запропоновано зняти обмеження щодо виплати дивідендів та не нараховувати дохід на раніше вкладений капітал, що стимулюватиме ЕКУ для здійснення нових інвестицій і підвищення ефективності власної діяльності.

Комплексна реалізація зазначених в дисертаційній роботі пропозицій щодо проведення фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України дасть змогу привести до підвищення ефективності їх діяльності та зростання добробуту акціонерів у довгостроковому періоді на основі збалансування інтересів акціонерів і споживачів електроенергії.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

- 1) Господарський кодекс України: Закон України від 16.01.2003 (чинний) [електронний ресурс]. – Режим доступу: www.zakon1.rada.gov.ua
- 2) Зимовець В. Корпоративні фінанси як домінанта фінансової науки / В. Зимовець, О. Терещенко // Фінанси України. – 2015. – №9. – С. 78–95.
- 3) Великий тлумачний словник сучасної української мови / Уклад. і голов. ред. В.Т. Бусел. – К.; Ірпінь: ВТФ «Перун», 2005. – 1728 с.
- 4) Словник української мови: в 11 т. / Ред. колег. І. К. Білодід (голова) та ін. – К.: Наукова думка, 1970– 1980. – Т 2: Г– Ж / Ред. П. П. Доценко, Л. А. Юрчук. – К.: Наукова думка, 1971. – 547 с.
- 5) Большой экономический словарь: 26500 терминов / [авт. и сост. А. Н. Азрилиян и др.]; под ред. А. Н. Азрилияна. – Изд. 7– е, доп. – Москва : Институт новой экономики, 2007. – 1472 с.
- 6) Adizes I. On Effectiveness and Efficiency and Their Repercussions [Electronic resource]. – Access: <http://www.management.com.ua/>
- 7) Кинг У. Стратегическое планирование и хозяйственная политика: Пер. с англ.; Под ред. Г. Б. Кочеткова. – М.: Прогресс, 1982. – 397 с.
- 8) Арістотель Нікомахова етика / Αριστοτελους. Ηθικα Νικομαχεια. – К.: Аквілон–Плюс, 2002. – 480 с..
- 9) Brealey R. Principles of Corporate Finance/ R. Brealey, S. Myers. – [7thEd.]. – Boston, London, Toronto: McGraw– Hill/Irwin, 2003. – 1071 p.
- 10) Brigham E. Financial Management: Theory and Practice/ E. Brigham, M. Ehrhardt. – [12thEd.]. – Mason, OH, USA: Thomson South– Western, 2008. – 1074p.
- 11) Donaldson G. Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity. – Boston: Harvard Graduate School of Business Administration. – 1961. – 294 p.

12) Durand D. Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement / D. Durand // Conference on Research in Business Finance, 1952, National Bureau of Economic Research. – NBER, 1952. – P. 215–262.

13) Myers S. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have/ S. Myers, N. Majluf // The Journal of Financial Economics. – 1984. – Vol. 13, No 3. – P. 187– 221.

14) Myers S. Capital Structure/ S. Myers// Journal of Economic Perspectives. – 2001. – Vol.15, No 2. – P. 81–102

15) Myers S. Financial architecture / S. Myers// European Financial Management. – 1999, No 5. – P. 133–141

16) Miller M. Debt and Taxes / M. Miller // The Journal of Finance. – 1977. – Vol. 32, No2. – P. 261–275.

17) Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment /F. Modigliani, M. Miller// The American Economic Review. – 1958. – Vol. 48, No 3. – P. 261– 297.

18) Modigliani F. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction / F. Modigliani, M. Miller // The American Economic Review. – 1963. – Vol. 53, No 3.– P. 433– 443.

19) Ross S. The Determination of Financial Structure: The Incentive–Signalling Approach /S. Ross // The Bell Journal of Economics. – 1977. – Vol. 8, No 1. – P. 23– 40

20) Ross S. Corporate Finance / Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe. –[6th Edition]. – Boston, London, New York : McGraw– Hill Irwin, 2002. – 912 p.

21) Alchian A. Information Costs, Pricing and Resource Unemployment / A. Alchian // Western Economic Journal. – 1969. – vol. 7. – P. 109– 128.

22) Jensen M. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure / M. Jensen, William H. Meckling // The Journal of Financial Economics.–1976. – Vol. 3, No 4. – P. 305– 360.

- 23) Demsetz H. Information and Efficiency: another viewpoint / H. Demsetz // Journal of Law and Economics. – 1969 . – vol. 12, issue 1. – P. 1– 22
- 24) Coase R. The nature of the firm / R. Coase // *Economica*. – 1937. Vol. 4. – P. 386– 405
- 25) Nelson R. An Evolutionary Theory of Economic Change / R. Nelson, S. Winter// *The Business History Review*. – 1983. – Vol. 57, No. 4, P. 576– 578
- 26) Nort D. Institutions / D. Nort// *The Journal of Economic Perspectives*. – 1991. – Vol.5, No.1.–P.97– 112
- 27) Simon H. Models of Man: Social and Rational/ H. Simon// New York: John Wiley and Sons, Inc. – 1957. – 279 p.
- 28) Stigler G. The Economics of Information/ G. Stigler// *Journal of Political Economy*. – 1961. – Vol.69, No. 3. – P. 213– 225
- 29) Akerlof G. Capital, Wages and Structural Unemployment/ G. Akerlof, J. Stiglitz// *Economic Journal*. – 1969. – vol. 79, issue 314. – P. 269– 81
- 30) Spence M. Competitive and Optimal Responses to Signals: An Analysis of Efficiency and Distribution/ M. Spence//*Journal of Economic Theory*. –1974. – vol.7, issue 3. – P. 296–332
- 31) Williamson O. Corporate control and business behavior : an inquiry into the effects of organization form on enterprise behavior/ O. Williamson// Englewood Cliffs, N.J. : Prentice Hall, 1970. – 196 p.
- 32) Winter S. Patents and Welfare in an Evolutionary Model/ S. Winter // *Industrial and Corporate Change* 2(1) . – 1993. – P. 211– 231
- 33) Schumpeter J. Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie /J. Schumpeter// Munchen: Duncker & Humblot, Franke Verlag. –, 1975. – 552 s.
- 34) Damodaran A. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. –[3th Edition]. – John Wiley & Sons, New York. – 2012. – 992 p.
- 35) Koller T. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies [6th Edition] / T. Koller, M. Goedhart, D. Vessels // John Wiley & Sons, New York. – 2015. – 848 p.

36) Bodie Z. Investments [10th Edition] / Z. Bodie, A. Kane, A. Marcus // McGraw–Hill, New York. – 2014. – 1080

37) Vernimmen P. Corporate Finance: Theory and Practice/ P. Vernimmen, P. Quiry, Y. Le Fur., M. Dalocchio, A. Salvi // John Wiley & Sons, Hoboken, NJ. – 2005. –1059 p.

38) Young S. EVA and Value–Based Management: a Practical Guide to Implementation / S. Young, S. O'Byrne// McGraw– Hill, New York. – 2001. – 493 p.

39) Fernandes P. Shareholder Value creation: a definition/ P. Fernandes // IESE Business school.University of Navarra. – 2015. – [Electronic resource] – Access: <http://papers.ssrn.com>

40) Stern E., Pigott J. Introduction to Wealth Added Index. A New Performance Measurement and Strategic Planning Platform / E. Stern, J. Pigott // [Electronic resource] – Access: <http://www.sternstewart.com>

41) Martin J. An Analysis of EVA and Other Measures of Firm Performance Based on Residual Income/ J. Martin, J. Petty, S. Rich// [Electronic resource] – Access: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=412122

42) Ильичёв Л. Философский энциклопедический словарь/ Гл. редакция: Л. Ильичёв, П. Федосеев, С. Ковалёв, В. Панов. – М.: Советская энциклопедия, 1983. – 840с.

43) Томпсон А. Стратегический менеджмент: концепции и ситуации для анализа/ А. Томпсон, А. Стрикленд. – М: Вильямс, 2006. – 928с.

44) Єфімова Г. Моделювання функціональної реструктуризації розвитку підприємства / Економічний аналіз. – 2011. – випуск 9, ч.2. – С.171– 174.

45) Гордієнко Л. Управління організаційними трансформаціями: теоретико–методологічні засади та управлінський інструментарій: монографія / Л. Гордієнко. – Харків: вид. ХНЕУ, 2011. – 440с.

46) Бачевський Б. Потенціал і розвиток підприємства навч. пос. / Б. Бачевський, І. Заблодська, О. Решетняк. – К.: ЦУЛ, 2009. – 400 с.

47) Охріменко О. Оцінка ефективності реінжинірингу бізнес–процесів промислових підприємств / Економічний аналіз. – 2013, вип.12, ч.1., С.237– 242.

48) Сарапіна О. Механізми здійснення фінансової реструктуризації підприємств /О. Сарапіна // Вісник ХНТУСГ. – 2011. – № 112. – С.440–450.

49) Білик М. Управління фінансами державних підприємств: автореф. дис. д-ра екон. наук: 08.04.01 / М. Білик; Українська академія банківської справи. – Суми, 2000. – 34 с.

50) Trivedi S. Financial structure analysis / S. Trivedi// [Electronic resource] – Access: <http://shodhganga.inflibnet.ac.in>

51) Финансово–инвестиционный толковый словарь [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://vocable.ru>.

52) Investopedia [Electronic resource] – Access: <http://www.investopedia.com>

53) Бригхэм Ю. Финансовый менеджмент 10–е изд. / Ю. Бригхэм, М. Эрхардт // Пер с англ. под ред. к.э.н Е.А. Дорофеева. – СПб.: Питер, 2009. – 960 с.

54) Стоянова Е. Финансовый менеджмент: теория и практика: учебник / Под ред. Е. Стояновой. – 5-е изд., перераб и доп. – М.: Изд-во «Перспектива», 2003. – 656 с.

55) Бланк И. Финансовый менеджмент: учебный курс. – 2-е изд. перераб. и доп. – К.: Эльга, Ника– Центр, 2004. – 656 с.

56) Baker M. Behavioral Corporate Finance/ M. Baker, R. Ruback, J. Wurgler // [Electronic resource] – Access: <http://www.nber.org/papers/w10863.pdf>

57) Brealey R. Principles of Corporate Finance / R. Brealey, S. Myers, F. Allen. – 8th ed. – Boston, MA: McGraw–Hill/Irwin, 2005. – 1028 p.

58) Brennan M. Corporate income taxes, valuation, and the problem of optimal capital structure/ M. Brennan, E. Schwartz // Journal of Business. –1978, vol. 51. – P. 103– 114.

59) Baker M. Behavioral Corporate Finance: An Updated Survey / M. Baker, J. Wurgler // Handbook of the Economics of Finance. – 2013, Vol. 2, Part A, P. 357– 424.

60) Damodaran A. Corporate finance: theory and practice / A. Damodaran. – New Delhi: John Wiley & Sons, 2002. – 982 p.

- 61) Rajan G. What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data / G. Rajan, L. Zingales // NBER Working Papers. – No. 4875, P. 1421–1460.
- 62) Ehrhardt M. Corporate Finance: A Focused Approach / M. Ehrhardt, E. Brigham. –4th ed. – Florence, KY: Cengage Learning, 2010. –840 p.
- 63) Jensen M. Agency costs of free cash flows, corporate finance and takeovers / M. Jensen // American Economic Review. –1986, vol.76, P. 323–339.
- 64) Leland H. Corporate debt value, bond covenants, and optimal capital structure / H. Leland // Journal of Finance. – 1994. – vol.49. – P. 1213–1252.
- 65) Myers S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have/ S. Myers, N. Majluf // Journal of Financial Economics. – 1984. – vol.13. – P. 187–224.
- 66) Myers S. Financial Architecture / S. Myers // European Financial Management. – 1999. – Vol. 5. – P.133–141.
- 67) Ross S. Corporate Finance / S. Ross, R. Westerfield, J. Jaffe. –9th ed. – Boston, MA : McGraw– Hill/Irwin, 2010. –1003 p.
- 68) Titman S. The Effect of Capital Structure on a Firm’s Liquidation Decision / S. Titman/ Journal of Financial Economics. – 1984 . – Vol. 12. – P. 137– 151
- 69) Welch I. Capital Structure and Stock Returns / I. Welch // The Journal of Political Economy. – 2004. – Vol. 112, No. 1, Part 1. – P. 106–131
- 70) Fama E. Business conditions and expected returns on stocks and bonds / E. Fama, K. French // Journal of Financial Economics. – 1989. – Vol. 25. – P. 23–49.
- 71) Fischer E., Heinkel R. and Zechner J. Dynamic capital structure choice: Theory and tests, Journal of Finance. –1989. –Vol. 44. – P. 19–44.
- 72) Fama E. Testing trade–off and pecking–order predictions about dividends and debt/ E. Fama, K. French // Review of Financial Studies. – 2002. – Vol. 15. – P. 1–33.
- 73) Graham J. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field / J. Graham, C. Harvey// Journal of Financial Economics. – 2001. – 60. – P. 187–243.

74) Harris M. The theory of capital structure / M. Harris, A. Raviv// Journal of Finance. – 1991. – Vol. 46. – P. 297–355.

75) Ван Хорн Дж. Основы финансового менеджмента/ Дж. Ван Хорн, М. Вахович. – 12-е изд.: пер с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2008. – 1232с.

76) Business Encyclopedia [Electronic resource] – Access: <https://www.business-case-analysis.com/capital-and-financial-structure.html>

77) Берзон Н. Финансовый менеджмент: учебник / Н. Берзон, Т. Теплова. – Москва: КНОРУС, 2014. – 654 с.

78) Ивашковская И. Финансовая архитектура компаний. Сравнительные исследования на развитых и развивающихся рынках: Монография / И. Ивашковская, А. Степанова, М. Кокорева. – Москва: Инфра-М, 2013. – 238 с.

79) В. Ковалёв Финансовый менеджмент; теория и практика. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: ТК Велби, изд-во Проспект, 2007. – 1024 с.

80) Лимитовский М. Разработка и применение итерационных алгоритмов определение структуры и оценки стоимости капитала / М. Лимитовский, В. Минасян. // Журнал «Управленческий учёт и финансы». – 2010. – №3. – С. 162–183.

81) Рудык Н. Структура капитала корпораций. Теория и практика / М.: Дело, 2004. – 272 с.

82) Стецько М. Залежність ціни залучення капіталу корпоративним сектором економіки від кредитних рейтингів країни / М. Стецько // Фінанси України. – 2015. – № 5. – С. 92–103.

83) Теплова Т. Эффективный финансовый директор: Учебно-практическое пособие / М. : Издательство Юрайт, 2010. – 480 с.

84) Терещенко О. Прагматика розрахунку ставки дисконтування в період фінансової кризи / О. Терещенко // Фінанси України. – 2015. – № 6. – С. 58–71.

85) Крамаренко Г. Фінансовий менеджмент / Г. Крамаренко, О. Чорна. – К.: ЦУЛ, 2009. – 520 с.

86) Хруцкий В. Внутрифирменное бюджетирование: Настольная книга по постановке финансового планирования / В. Хруцкий, В. Гамаюнов. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 464 с.

87) Квасницька Р. Формування організаційно– фінансової структури як передумова впровадження системи бюджетів на промисловому підприємстві / Р. Квасницька, С. Джерелейко // Вісник Хмельницького нац. ун–ту, сер.: Економіка. – 2014. – Т.2, №4, С. 122–126.

88) Ковтун С. Формирование финансовой структуры предприятия / С. Ковтун // Журнал «Управленческий учёт и бюджетирование». – 2008. – [Электронный ресурс] – Режим доступа до ресурсу: <http://www.intalev.ua>

89) Мартинюк В. Побудова організаційно– фінансової структури фірми для цілей бюджетного управління / В. Мартинюк, М. Корецький // Економічний аналіз. – 2008. – С. 192–196.

90) Кочнев А. Как построить финансовую структуру? / А. Кочнев // Финансовый менеджмент №6. – 2007. – [Электронный ресурс] – Режим доступа до ресурсу: <http://iteam.ru>

91) Молвинский А. Построение финансовой структуры компании // Финансовый директор. – № 2. – 2006

92) Тарасюк М. Сутність та значення фінансової структури підприємства / М. Тарасюк // Культура народів Причорномор'я. – 2007. – № 121. – С. 91–92

93) Драмарецкая Я. Финансовая реструктуризация предприятий реального сектора экономики: автореф. дис. канд. экон. наук: 08.00.10 / Драмарецкая Я.; Краснодар, 2010. – 21с.

94) Остапенко Л. Фінансова реструктуризація як напрям фінансового оздоровлення машинобудівних підприємств / Л. Остапенко// Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2011. – Випуск 32. – 406 с.

95) Оловянишников А. Основные направления финансовой реструктуризации на предприятии в современных условиях развития

экономики/ А. Оловянишников // Вестник Томского государственного университета. – 2007. – №305, С.136– 138.

96) Кравчук О. Фінансова діяльність суб'єктів підприємництва: навч. посіб./ О. Кравчук, В. Лещук. – К.: Центр учбової літератури, 2010. – 504с.

97) Сарапина О. Факторы, определяющие финансовую реструктуризация предприятий в условиях транзитивной экономики / О. Сарапина// Бизнес–інформ. –2011.–№2(1). – С.111–112.

98) Леонов Д. Управління корпоративними фінансами при реструктуризації підприємств / Д. Леонов // Матеріали семінару «Реструктуризація та передінвестиційна підготовка підприємств». – 2005. – №1. – С.25–34.

99) Сарапіна О. Фінансова реструктуризація в управлінні розвитком підприємств харчової промисловості: автореф. дис. д–ра. екон. наук : 08.00.04 / Сарапіна О.; Миколаївський державний аграрний університет. – Миколаїв. – 2011. – 42 с.

100) Мысаченко В. Классификация видов реструктуризации предприятий и их особенности/ В. Мысаченко, С. Игнатов // Бизнес в законе. –№4. –2011. – С.253–256.

101) Волошанюк Н. Фінансова реструктуризація підприємств: автореф. дис. канд. екон. наук : 08.00.08 / Волошанюк Н.; Київський національний економічний університет ім.В.Гетьмана. – К. – 2009. – 25 с.

102) Лытнев О. Стратегический финансовый анализ с использованием модели компании DuPont /Управление корпоративными финансами. – №3(39). – 2010. – С.158–171.

103) Семенюк В. Декомпозиція критеріїв ефективності функціонування корпорацій за допомогою методики Du Pont / В.О. Семенюк // «Інвестиції: практика та досвід». – №18. –2014. – С.104–109.

104) Ковалев В. Управление финансовой структурой фирмы: учеб.-практ. пособие / В. Ковалев. – Москва: ТК Велби, Проспект, 2011. – 256 с.

105) Блинов С. Сравнение силы взаимосвязи показателей экономической прибыли и рыночной стоимости акций / С. Блинов, Ю. Найденова // Электронный журнал «Корпоративные финансы». – [Электронный ресурс] – Режим доступа до ресурсу: <https://www.hse.ru>

106) Stewart B., Stern D. The Quest For Value. The EVA management guide. New York: Harper Business. – 1999

107) Маршалл А. Принципы экономической науки: Пер. англ. – М.: Издательская группа «Прогресс». – 1993. – Т. 1. – 415с.

108) Feltham G. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities / G. Feltham, J. Ohlson // Contemporary Accounting Research. – 1995. – vol. 11, no. 2. – P. 689–731.

109) Ohlson J. Earnings, book values and dividends in security valuation / J. Ohlson// Contemporary Accounting Research. –1995. – vol. 11, no. 2. – P. 661–687.

110) Frankel R. Accounting valuation, market expectation, and crosssectional stock returns / R. Frankel, C. Lee // Journal of Accounting and Economics. – 1998. – vol. 25, no. 3. – P. 283–319.

111) Островська Г. Моделі управління вартістю в системі стратегічних пріоритетів підприємства / Г. Островська // Вісник ТНЕУ. – 2008. – №2. – С. 64–79.

112) Нікіфоров П. Фінансова реструктуризація як спосіб подолання деформацій фінансових відносин корпорацій / П. Нікіфоров, В. Семенюк // Науковий вісник Чернівецького національного університету ім. Ю. Федьковича. Економіка. – Чернівці: Рута, 2014. – Випуск 681. – С.69– 78.

113) Семенюк В. Інституційно–управлінський підхід до побудови фінансової структури корпорацій / В. Семенюк // Інвестиції: практика та досвід. – №21. –2015. –С.97– 102.

114) Семенюк В. Фінансова архітектура як механізм забезпечення ефективності фінансової діяльності корпорацій / В. Семенюк// Економіка та держава. – №9. –2015. – С.125–128.

115) Семенюк В. Фінансове оздоровлення підприємств в сучасних економічних реаліях України / В. Семенюк // Науковий вісник Чернівецького національного університету ім. Ю.Федьковича. Економіка – Чернівці: Рута, 2013. – Випуск 650–652. – С.178–184

116) Семенюк В. Ринкова капіталізація акціонерного товариства в системі індикаторів ефективності господарської діяльності / В. Семенюк // Науковий вісник Чернівецького національного університету ім. Ю.Федьковича. Економіка. – Чернівці: Рута, 2012. – Випуск 610– 611. – С.68–76.

117) Semeniyuk V. Approaches to estimation value of equity corporation with using EBO model Economics, management, law: realities and perspectives: Collection of scientific articles. – Les Editions L’Originale, Paris, France, 2016. – 484p., P. 298–302.

118) Семенюк В. Максимізація добробуту акціонерів – основна мета управління фінансовою результативністю корпорації International scientific conference «From the Baltic to the Black sea region: the national models of economic systems»: conference Proceedings, march 25, 2016. Riga: Baltija Publishing. 348 p., P.137–141

119) Семенюк В. Максимізація добробуту акціонерів як ключовий критерій ефективності корпорацій в процесі бенчмаркінгу Матеріали III Всеукраїнської науково–практичної конференції студентів, аспірантів та молодих вчених «Ефективність підприємницької діяльності: маркетинговий аспект» (28 березня 2016 року). – Київ, 2016. – 176 с., С.134–138.

120) Семенюк В. Теоретичні концепції впливу структури власності на ефективність функціонування корпорацій Матеріали IV міжнародної науково–практичної конференції аспірантів та молодих вчених «Трансформація сучасних соціально–економічних систем в умовах європейської інтеграції та глобалізаційних викликів» (21– 23 травня 2015 року) Ч.2. – Чернівці: ЧНУ, 2015р. – 208с., С.148–150.

121) Семенюк В. Інституційний підхід до оцінки економічної ефективності корпорацій Матеріали III міжнародної науково–практичної конференції

аспірантів та молодих вчених «Детермінанти сучасного розвитку соціально–економічних систем в умовах глобальної нестабільності» (24–26 квітня 2014 року) Ч.2. – Чернівці: ЧНУ, 2014р. – 187с., С.95–97.

122) Семенюк В. Фінансовий потенціал підприємства як критерій оцінки доцільності проведення його фінансового оздоровлення Матеріали II міжнародної науково–практичної конференції аспірантів та молодих вчених «Ринкова природа інституційних трансформацій сучасних економічних систем» (18–20 квітня 2013 року) Ч.1. – Чернівці: ЧНУ, 2013р. – 252с., С.203–205.

123) Семенюк В. Фінансова безпека суб'єктів господарювання в умовах фінансово–економічної нестабільності Матеріали науково–практичної конференції «Фінансова безпека України: проблеми та пріоритети забезпечення» (16–18 травня 2013 року) / ПВНЗ «Галицька академія». – Івано–Франківськ, 2013р. – С.179–184.

124) Семенюк В. Корпоративне управління в системі формування вартості корпорації (Value Based Management) Матеріали I міжнародної науково–практичної конференції аспірантів та молодих вчених «Суперечності та тенденції сучасної економічної динаміки» (19–21 квітня 2012 року). – Чернівці: ЧНУ, 2012р. – 430с., С.168–170.

125) Семенюк В. Сучасна ретроспектива ідей Й.А.Шумпетера стосовно дефініції «капітал» Матеріали X науково–практичної конференції молодих вчених та студентів «Реорганізація інституційної архітектури в посткризовий період розвитку економіки» (14–16 квітня 2011 року). – Чернівці: ЧНУ, 2011р. – 312с., С.125–127.

126) Річна фінансова звітність ПАТ «ДТЕК Крименерго» за 2006–2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/00131400>

127) Річна фінансова звітність ПАТ «ЕК Севастопольенерго» за 2006–2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/05471081>

128) Річна фінансова звітність ПАТ «Вінницяобленерго» за 2006–2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/00130694>

129) Річна фінансова звітність ПАТ «Волиньобленерго» за 2006–2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/00131512>

130) Річна фінансова звітність ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго» за 2006–2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/23359034>

131) Річна фінансова звітність ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго» за 2006–2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/00131268>

132) Річна фінансова звітність ВАТ «ЕК «Житомиробленерго» за 2006–2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/22048622>

133) Річна фінансова звітність ВАТ «Запоріжжяобленерго» за 2006–2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/00130926>

134) Річна фінансова звітність ПАТ «Прикарпаттяобленерго» за 2006–2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/00131564>

135) Річна фінансова звітність ВАТ «Кіровоградобленерго» за 2006–2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/23226362>

136) Річна фінансова звітність ПАТ «Львівобленерго» за 2006–2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/00131587>

137) Річна фінансова звітність ПАТ «Миколаївобленерго» за 2006–2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/23399393>

138) Річна фінансова звітність ПАТ «Закарпаттяобленерго» за 2006– 2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/00131529>

139) Річна фінансова звітність ПАТ «Київобленерго» за 2006–2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/23243188>

140) Річна фінансова звітність ПАТ «ЕК Одесаобленерго» за 2006– 2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/00131713>

141) Річна фінансова звітність ПАТ «Полтаваобленерго» за 2006–2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/00131819>

142) Річна фінансова звітність ПАТ «Рівнеобленерго» за 2006–2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/05424874>

143) Річна фінансова звітність ПАТ «Сумиобленерго» за 2006–2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/23293513>

144) Річна фінансова звітність ВАТ «Тернопільобленерго» за 2006– 2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/00130725>

145) Річна фінансова звітність АК «Харківобленерго» за 2006–2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/00131954>

146) Річна фінансова звітність ПАТ «ЕК Херсонобленерго» за 2006– 2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/05396638>

147) Річна фінансова звітність ПАТ «Хмельницькобленерго» за 2006– 2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/22767506>

148) Річна фінансова звітність ПАТ «Черкасиобленерго» за 2006–2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/22800735>

149) Річна фінансова звітність ПАТ «Чернівціобленерго» за 2006–2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/00130760>

150) Річна фінансова звітність ПАТ «Чернігівобленерго» за 2006–2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/22815333>

151) Річна фінансова звітність ПАТ «Київенерго» за 2006–2015 роки [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://smida.gov.ua/db/participant/00131305>

152) Grabowski R. 2015 International Valuation Handbook: A Guide to Cost of Capital Duff&Phelps / R. Grabowski, J. Harrington, C. Nunes // Wiley. – 2015. – [Electronic resource] – Access: <http://eu.wiley.com>

153) Sharpe W. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk/ W. Sharpe// The Journal of Finance. – 1964. – Vol. 19(3). – P. 425–442.

154) Dempsey M. The Capital Asset Pricing Model (CAPM): The History of a Failed Revolutionary Idea in Finance / M. Dempsey// Abacus. – Vol. 49. – [Electronic resource] – Access: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-6281.2012.00379.x/abstract>

155) Fernandez P. CAPM: An Absurd Model [Electronic resource] – Access: <http://ssrn.com/abstract=2505597>

156) Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов: Пер. с англ. – 6-е изд. – М. : Альпина Паблишерз, 2010. – 1342с.

157) Fama E. Risk-Adjusted Discount Rates and Capital Budgeting Under Uncertainty/ E. Fama// Journal of Financial Economics. – 1977. – Vol.5(1). – P.3–24.

- 158) Grinold R. A Supply Model of the Equity Premium/ R. Grinold, K. Kroner, L. Siegel. – [Electronic resource] – Access: <http://www.cfapubs.org/>
- 159) Ravi J. The Conditional CAPM and the Cross–Section of Expected Returns/ J. Ravi, W. Zhenyu // *The Journal of Finance*. – 1996. – Vol. 51, Issue 1. – P.3–53
- 160) Hassett S. The RPF Model for Calculating the Equity Risk Premium and Explaining the Value of the S&P with Two Variables/ S. Hassett. – *Journal of Applied Corporate Finance*. – 2010. – Vol. 22, issue 2. – P.118–130.
- 161) Hamada R. 1972. The effect of the firm’s capital structure on the systematic risk of common stocks / R. Hamada. – *Journal of Finance*. – Vol.27. – P.435–452.
- 162) Semenyuk V. Pragmatics of using a modified CAPM model for estimating cost of equity on emerging markets / V. Semenyuk // *Baltic Journal of Economic Studies*. – Vol. 2, Number 2. Riga: Izdevnieciba «Baltija Publishing» . – 2016. – 206p., P. 135–142
- 163) Стецько М. Вплив імовірності дефолту на ставку витрат підприємства на позичений капітал / М. Стецько // *Фінанси України*. – 2015. – № 8. – С. 88–100.
- 164) Офіційний веб–сайт професора А. Дамодарана «Damodaran online» [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>
- 165) Фінансовий портал «Мінфін» [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://index.minfin.com.ua/index/infl/>.
- 166) Інфляційне статбюро [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <https://www.statbureau.org/ru/united–states/inflation–tables>.
- 167) Терещенко О. Ставка дисконтування у прийнятті фінансово–інвестиційних рішень / О. Терещенко // *Фінанси України*. – 2010. – № 9. – С. 77– 90.
- 168) Нікіфоров П. Імплементация модифікованої моделі кумулятивної побудови (Modified build–up method, MBM) у процес оцінювання ставки витрат

на власний капітал вітчизняних корпорацій /П. Нікіфоров, В. Семенюк // Фінанси України. – №9. – 2016. – С.79–97.

169) Легоева Д. Оптимизация финансовой структуры капитала в системе управления стоимостью компании : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. ек. наук : спец. 08.00.10 «финансы, денежное обращение и кредит» / Д. Легоева. – Краснодар, 2009. – 22 с.

170) Ивашковская И. Структура капитала: резервы создания стоимости для собственников компании / И. Ивашковская, А. Куприянов // Управление компанией. – 2005. – № 2. – С. 35–38.

171) Про заходи, спрямовані на забезпечення сталого функціонування підприємств паливно–енергетичного комплексу: Закон України від 23.06.2005 року (чинний) [Електронний ресурс] / Офіційний веб–сайт Верховної Ради України. – Режим доступу: <http://portal.rada.gov.ua/>.

172) Про стабілізацію розрахунків на оптовому ринку електричної енергії України: проект Закону України (на стадії розробки) [Електронний ресурс] / Офіційний веб–сайт Верховної Ради України. – Режим доступу: <http://portal.rada.gov.ua/>.

173) Про фінансову реструктуризацію: Закон України від 14.06.2016 року (чинний) [Електронний ресурс] / Офіційний веб–сайт Верховної Ради України. – Режим доступу: <http://portal.rada.gov.ua/>.

174) Про акціонерні товариства: Закон України від 17.09.2008 року (чинний) [Електронний ресурс] / Офіційний веб–сайт Верховної Ради України. – Режим доступу: <http://portal.rada.gov.ua/>.

175) Зміни до порядку збільшення (зменшення) статутного капіталу публічного або приватного акціонерного товариства: Рішення НКЦПФР №950 [Електронний ресурс] / Офіційний веб–сайт Верховної Ради України. – Режим доступу: <http://portal.rada.gov.ua/>.

176) Сайт Київобленерго. Стимулююче регулювання [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://www.koe.vsei.ua/>

177) Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 року (чинний) [Електронний ресурс] / Офіційний веб-сайт Верховної Ради України. – Режим доступу: <http://portal.rada.gov.ua/>.

178) Про затвердження Порядку реєстрації випуску акцій при зміні розміру статутного капіталу акціонерного товариства та Змін до Порядку скасування реєстрації випусків акцій та анулювання свідоцтв про реєстрацію випусків акцій: Рішення НКЦПФР №1073 від 31.07.2017 [Електронний ресурс] / Офіційний веб-сайт Верховної Ради України. – Режим доступу: <http://portal.rada.gov.ua/>.

179) Про затвердження положення про порядок реєстрації випуску (випусків) акцій при заснуванні акціонерних товариств: Рішення НКЦПФР № 692 від 27.05.2014 року [Електронний ресурс] / Офіційний веб-сайт Верховної Ради України. – Режим доступу: <http://portal.rada.gov.ua/>.

180) Про затвердження порядку здійснення емісії та реєстрації випуску акцій акціонерних товариств, які створюються шляхом злиття, поділу, виділу чи перетворення або до яких здійснюється приєднання: рішення НКЦПФР №822 від 14.05.2013 року [Електронний ресурс] / Офіційний веб-сайт Верховної Ради України. – Режим доступу: <http://portal.rada.gov.ua/>.

181) Про затвердження порядку збільшення (зменшення) статутного капіталу публічного або приватного акціонерного товариства: Рішення НКЦПФР №822 від 14.05.2013 року [Електронний ресурс] / Офіційний веб-сайт Верховної Ради України. – Режим доступу: <http://portal.rada.gov.ua/>.

182) Нікіфоров П. Публічне розміщення акцій як перспективний механізм фінансового забезпечення вітчизняних корпорацій /П. Нікіфоров, В. Семенюк // Фінансове забезпечення економічного зростання в Україні: стан, тенденції та перспективи: колективна монографія / за ред. П. Нікіфорова. – Чернівці, 2015 – С.197–239.

183) Стратегія розвитку Чернівецької області на період до 2020 р./ [Ткач Є., Ткач С., Вардеванян В., Семенюк В., Слєпінюк О., Ковалюк Б., Фєсюк А., Жебчук Р., Козменко В., Малярчук О., Ткачук І.]; ГО «Товариство науковців та

інтелектуальної молоді» за сприяння Департаменту економічного розвитку Чернівецької ОДА. – Чернівці: Місто, 2015. – 128 с.

184) Семенюк В. Теоретичні підходи для визначення сприятливого періоду проведення IPO на ринках капіталу Матеріали XX міжнародної науково–практичної конференції «Перспективи розвитку економіки України: теорія, методологія, практика» (25– 26 травня 2015 року). – Луцьк: Вежа– Друк, 2015р. – 208с., С.166–167.

185) Семенюк В. Теоретико–емпіричні дослідження неокласичних теорій структури капіталу Матеріали міжнародної науково– практичної конференції «Сучасні концепції управління соціально– економічним розвитком держави» (5– 6 червня 2015 року) Ч.2. – Дніпропетровськ: НО «Перспектива», 2015р. – 132с., С. 30–34.

186) Семенюк В. Особливості побудови системи оцінки ефективності капіталу корпорації Матеріали XI міжнародної науково– практичної конференції «Облік, контроль і аналіз в управлінні підприємницькою діяльністю» (10– 11 квітня 2014 року). – Черкаси: ЧДТУ, 2014р. – 191с., С.31– 33.

ДОДАТКИ

ДОДАТОК А



*Джерело: Складено автором на основі форми №2 «Баланс»

ДОДАТОК Б «Динаміка джерел фінансування ЕКУ у 2006-2015 рр
Таблиця Б.1. Динаміка сукупних джерел фінансування ЕКУ у 2006-2015р.р. (тис.грн.)

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	1268234	1313807	1390537	1446608	1496603	1497379	2616198	2673391	2601177	н/д
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	120543,1	104590,7	431568	294066	249669	261323	631567	690142	714600	н/д
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	415349	421882	452004	539861	662966	688539	730403	741956	821348	877422
4	ПАТ «Волиньобленерго»	145611	566735	568621	569647	568922	657675	644428	756808	778030	817516
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	2188302	2185013	2185247	2450224	2749886	3351280	3135531	3568151	3828986	4550356
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	3018637	2894110	3000047	3067747	3168685	2919255	2189251	2946223	3180504	2290720
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	334004	933112	1111040	1116677	1079143	1113354	2465204	2521343	2512780	2590788
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	876098	950998	1055613	1314619	1567632	1485965	1399334	1486635	1736049	2367139
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	292952	297352	346112	416821	1086834	1198591	1308316	1374084	1571975	1645328
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	462667	471170	933966	1025707	1048705	1420320	1614482	1581976	1565030	1574306
11	ПАТ «Львівобленерго»	459060	492115	585007	625071	681839	888791	987680	3921794	3966208	3860314
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	442003	455552	571877	845761	834476	885484	967948	998211	1034179	1021943
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	461261	467837	503360	513633	527009	521450	547445	611703	1145222	2007120
14	ПАТ «Київобленерго»	394700,6	475002	639620	н/д	668533	773269	917625	3297746	3201160	3502522
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	1290244	1523453	2108207	2057854	2106296	2287334	4146895	4076591	4145408	4430953
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	676338	762057	824301	1042708	1171100	1539650	1676702	1904964	2901581	3417170
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	205020	231871	328027	н/д	311631	312943	335449	1668222	1689912	1757502
18	ПАТ «Сумиобленерго»	407140	415300	459397	482256	559662	619730	650751	729210	801515	947725
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	170457	173265	629650	626331	618591	637893	652852	707998	752133	766055
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	1132340	2154192	2214256	2267916	2337772	2489130	2270429	2375905	2666775	3344379
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	668766	687159	683428	785789	796978	757246	741146	1278846	1337315	1413519
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	435329	454910	499336	513350	523657	529251	543964	899351	878358	1551406
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	321098	348284	408757	433342	478754	507478	498204	513654	600818	832697
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	302578	307492	345698	367096	367136	392587	341572	363913	387434	426373
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	240622	249874	295748	320661	349886	416102	465392	531355	614459	763128
26	ПАТ «Київенерго»	2936481	3231163	3784253	5425852	5101441	5795503	7022834	10762407	9241355	11917847

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця Б.2. Динаміка сукупного капіталу енергопостачальних корпорацій України у 2006-2015 рр (тис.грн.)

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	124783	139348	149215	1239434	1123968	1189625	2207147	2113525	1922012	н/д
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	87294,8	86912,7	240009	199796	170355	178598	535545	512968	520633	н/д
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	8387	10380	409756	497934	429615	458547	435711	650628	640765	710562
4	ПАТ «Волиньобленерго»	77828	498177	531149	526478	522344	602523	586656	697123	697632	697739
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	771881	-255511	1741088	2038840	1918484	2544469	2091376	2119348	1846932	2269391
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-1348551	-1664114	-1076661	-1140495	-1157175	2119463	1583773	2166219	1384715	-2223423
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	295173	881429	963210	977617	1008048	1006818	2344502	2326118	2333165	2408870
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	115811	808732	736277	872761	1109630	891005	1153899	1209327	1062902	1032884
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	253403	251159	277784	352324	1005149	1092583	1196880	1256071	1322062	1419637
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	421841	411513	803963	888871	618856	1216858	1360997	1223548	1204002	1150832
11	ПАТ «Львівобленерго»	383419	409056	433677	504743	575750	797815	900714	3802887	3657067	3552140
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	-74291	308577	478168	733732	668193	745878	741623	689271	695877	640758
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	161661	162952	448459	417408	435749	437269	453777	494125	996511	1799006
14	ПАТ «Київобленерго»	327952,5	367696	508571	н/д	516753	558604	694838	3037263	2857259	2943749
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	830067	1019316	1652599	1657262	1638356	1704221	3340210	3296157	3328831	3497620
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	556444	586985	601658	828108	862292	787724	953609	985405	1173157	1234244
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	174107	195750	279472	н/д	259594	242026	268793	1592848	1578657	1608108
18	ПАТ «Сумиобленерго»	370534	374862	414511	442592	508650	548376	587090	646763	682721	716334
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	96057	101550	579554	565678	549267	563609	577909	648289	617902	637773
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	547815	1585280	2003082	2032285	2051613	2065439	1982779	2010070	2275119	2762875
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	598775	564319	571171	668044	622941	603257	581863	1069794	1103153	1131652
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	289454	304929	413313	424890	426019	431063	453025	771141	770572	1375529
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	100290	131407	181756	212674	261784	267057	257049	272562	289228	308168
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	45888	47504	300843	316834	301743	301542	255888	283761	284061	290921
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	204575	207465	234257	276564	310322	342210	413239	465120	517862	593334
26	ПАТ «Київенерго»	2239100	2557249	2357712	3281295	2553366	2043339	4318571	5651492	4858368	6138708

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця Б.3. Динаміка власного капіталу енергопостачальних корпорацій України у 2006-2015р.р. (тис.грн.)

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	103781	52041	77746	115882	130023	158194	1639667	1456872	1343986	н/д
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	64032,9	59677,4	64136	48210	54770	69729	383304	384929	392810	н/д
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	2386	7380	38146	96015	-11178	46619	169366	400615	425533	545998
4	ПАТ «Волиньобленерго»	67848	389228	401034	402655	416807	561785	566874	668858	666523	679302
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	421667	-255511	-167141	149903	160670	939294	1445470	1485030	1501620	1873274
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-1435357	-1721282	-1718119	-1703651	-1716714	-1766117	1142857	1294629	917275	-2607146
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	254031	860888	802853	798159	821160	861768	2076741	2036310	1964007	1992943
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	97811	119902	-73915	132453	91065	185205	325399	342856	370905	393047
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	189146	194989	259725	334095	990324	1072566	1150512	1236388	1280262	1394637
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	391789	380447	363581	329810	361271	906680	1068909	957699	830353	694342
11	ПАТ «Львівобленерго»	273351	278798	350663	417949	496545	718574	818637	3239457	3163113	3112843
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	-152255	-153223	-70820	137345	134961	306244	335073	345131	357482	325315
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	152561	154952	179413	176552	183291	185423	187439	252958	748966	1584364
14	ПАТ «Київобленерго»	289472,5	260766	316766	н/д	348649	455314	586173	2452707	2439766	2485192
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	68246	152978	172055	182892	266666	277772	2524217	2569068	2491926	2501550
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	449840	462709	482739	700591	769113	761111	928799	962547	1162525	1225310
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	148296	163691	188644	н/д	192362	180769	191315	1334598	1272966	1263406
18	ПАТ «Сумиобленерго»	341877	347084	385705	414389	486637	540376	580715	639329	682721	716334
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	80329	88556	432072	427145	415907	528051	543170	586970	562248	577325
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	421626	1217360	1259384	1315306	1410462	1716876	1954852	2007125	2247455	2634944
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	183041	177625	187738	176472	172743	188280	207878	779457	549955	383094
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	283912	247671	277659	285782	308867	378266	417534	708790	724257	1239216
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	99301	130497	180925	212205	259394	266745	254058	256476	259621	283245
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	28912	32332	57054	76430	69933	86080	135625	159950	164825	190286
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	156689	158911	198840	245910	283452	336210	392680	459120	517862	593334
26	ПАТ «Київенерго»	1439615	1441730	954765	1892786	1552101	958811	3960696	4455581	4493491	5722165

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр.[126-151]

Таблиця Б.4. Динаміка довгострокового позикового капіталу ЕКУ у 2006-2015рр (тис.грн.)

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	17432	87307	71469	1108552	969623	987871	546307	656653	578026	н/д
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	23261,9	7894,3	127494	140121	110085	108869	152241	128039	127824	н/д
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	1	0	370610	401919	440793	411928	247890	250013	215232	164564
4	ПАТ «Волиньобленерго»	0	101949	128915	114823	95537	33738	9782	28265	31109	18437
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	226536	0	1908229	1888937	1757814	1505175	645906	634318	345312	396117
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	3629	4880	598230	523451	523451	3852547	440916	871590	467440	383723
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	26642	5541	120557	120563	171888	130050	194880	287378	366728	205921
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	18000	688830	740347	700463	1015565	705800	828500	866471	686509	639837
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	44212	24899	8059	8229	8000	8017	8166	8083	0	0
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	30052	31066	134307	242768	138956	300210	279993	265825	128801	98880
11	ПАТ «Львівобленерго»	84048	78758	73014	71794	78405	79205	18936	516475	455204	379722
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	68237	448782	527447	579492	521059	423826	377759	338140	323395	304443
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	0	0	269046	240856	243374	231846	241418	218168	201545	186842
14	ПАТ «Київобленерго»	35350	79678	172822	н/д	125618	99429	72825	376738	322882	314553
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	742348	800490	1317624	1292150	1321690	1413116	747904	553652	566850	591067
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	96584	96131	75819	94517	28277	26613	24810	22858	10632	8934
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	25811	22444	90689	н/д	67232	54153	40853	210292	211080	200698
18	ПАТ «Сумиобленерго»	8497	9158	8806	8203	8013	8000	6375	7434	0	0
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	3320	3000	129775	122333	117803	16909	19171	36384	26299	22906
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	126184	367918	743697	716978	641044	348563	27927	2945	27664	127931
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	415734	375802	381621	321950	280576	241053	210795	100503	370689	500719
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	0	51758	129654	127108	113152	52797	25991	62351	46315	136313
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	0	0	0	0	0	0	0	16086	29607	24923
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	12976	13172	241789	232404	221810	205462	120263	123811	119236	100635
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	21523	22366	7541	6000	6000	6000	6000	6000	0	0
26	ПАТ «Київенерго»	538745	578443	879865	877495	675700	759515	355389	1195911	364877	416543

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця Б.5. Динаміка короткострокових банківських кредитів ЕКУ у 2006-2015рр (тис.грн.)

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	3570	0	0	15000	24322	43560	21173	0	0	н/д
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	0	19341	48379	11465	5500	0	0	0	0	н/д
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	6000	3000	1000	0	0	0	18455	0	0	0
4	ПАТ «Волиньобленерго»	9980	7000	1200	9000	10000	7000	10000	0	0	0
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	120000	0	0	0	0	100000	0	0	0	0
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	33100	5600	0	0	0	0	0	0	0	0
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	14500	15000	39800	58895	15000	15000	72881	2430	2430	210006
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	0	0	69845	39845	3000	0	0	0	5488	0
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	20045	31271	10000	10000	6825	12000	38202	11600	41800	25000
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	0	0	306075	316293	118629	9968	12095	24	244848	357610
11	ПАТ «Львівобленерго»	26020	51500	10000	15000	800	36	63141	46955	38750	59575
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	2000	5943	15000	11000	6700	10700	24015	6000	15000	11000
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	9100	8000	0	0	9084	20000	24920	22999	46000	27800
14	ПАТ «Київобленерго»	3130	25000	16840	н/д	40531	2000	35840	207818	94611	144004
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	19473	65848	156469	182220	50000	13333	68089	173423	270055	405003
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	10020	28145	43100	33000	64902	0	0	0	0	0
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	0	9615	139	н/д	0	7104	36625	47958	94611	144004
18	ПАТ «Сумиобленерго»	20160	18620	20000	20000	14000	0	0	0	0	0
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	12408	9994	17707	16200	15557	18649	15568	24935	29355	37542
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	0	10892	1811	169622	169622	173924	163190	189834	182509	247839
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	5542	5500	6000	12000	4000	0	9500	0	0	0
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	284	284	284	0	2000	0	2758	0	0	0
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	4000	2000	2000	8000	10000	10000	0	0	0	0
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	26363	26188	27876	24654	20870	0	14559	0	0	0
26	ПАТ «Київенерго»	27498	252711	206953	204570	0	20	2479	0	0	0

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця Б.6. Динаміка поточних зобов'язань і забезпечень ЕКУ у 2006-2015 рр (тис.грн.)

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	1147021	1174459	1241322	222174	396957	351314	430224	559866	679165	н/д
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	33248,3	37019	239938	105735	84814	82725	96022	177174	193967	н/д
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	412962	414502	43248	41927	233351	229992	313147	91328	180583	166860
4	ПАТ «Волиньобленерго»	77763	75558	38672	52169	56578	62152	67772	59685	80398	119777
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	1536421	2440524	444159	411384	831402	906811	1044155	1448803	1982054	2280965
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	4400288	4563824	4076708	4208242	4325860	799792	605478	780004	1795789	4514143
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	53331	66683	187630	197955	86095	121536	193583	197655	182045	391924
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	760287	142266	389181	481703	461002	594960	245435	277308	678635	1334255
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	59594	77464	78328	74497	88510	118008	149638	129613	291713	250691
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	40826	59657	436078	453129	548478	213430	265580	358452	605876	781084
11	ПАТ «Львівобленерго»	101661	134559	161330	135328	106889	91012	150107	165862	347891	367749
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	518294	152918	108709	123029	172983	150306	250340	314940	353302	392185
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	308700	312885	54901	96225	100344	104181	118588	140577	194711	235914
14	ПАТ «Київобленерго»	69878,1	132306	147889	н/д	192311	216665	258627	468301	438512	702777
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	479650	569985	612077	582812	517940	596446	874774	953857	1086632	1338336
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	129914	203217	265743	247600	373710	751926	723093	919559	1728424	2182926
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	30913	45736	48694	н/д	52037	78021	103281	123332	205866	293398
18	ПАТ «Сумиобленерго»	56766	59058	64886	59664	65012	71354	63661	82447	118794	231391
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	86808	81709	67803	76853	84881	92933	90511	84644	163586	165824
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	584525	568912	211174	235631	286159	423691	287650	365835	391656	581504
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	69991	133732	114068	287367	343659	327913	322473	398886	416671	529706
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	151417	155481	92023	100460	101638	98188	100439	128210	107786	175877
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	221092	217161	227285	220668	218970	240421	243913	241092	311590	524529
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	260690	261988	46855	58262	75393	101045	85684	80152	103373	135452
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	62410	68597	89367	68751	60434	73892	66712	66235	96597	169794
26	ПАТ «Київенерго»	724879	926625	1633494	2349127	2548075	3752184	2706742	5110915	4382987	5779139

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця Б.7. Динаміка фінансового капіталу (власний, довгостроковий і короткостроковий позиковий) у 2006-2015рр

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	128120	148262	160114	1247591	1259591	1221121	2225256	2135106	2010716	н/д
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	104731	88336,5	401084	247242	206320	214560	570968	578725	556354	н/д
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	8387	10380	414556	501256	429642	458569	435873	678871	689224	729460
4	ПАТ «Волиньобленерго»	77883	498317	536305	532507	527391	607567	587005	697216	697647	697746
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	1060556	-254839	1741749	2054114	2051136	2669060	2226207	2298227	1946239	2885194
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-1396771	-1691857	-1115467	-1174740	-1192491	2096139	1589112	2331568	1700472	-2120727
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	296647	911039	1042796	1056680	1010354	1009113	2368125	2364660	2368114	2417828
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	117165	829183	788404	1058479	1157267	932403	1175421	1286736	1184105	1370829
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	253781	252313	279840	355465	1006252	1093515	1197835	1257020	1331010	1428501
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	424557	423536	827466	923522	934579	1237085	1386119	1365963	1341700	1279421
11	ПАТ «Львівобленерго»	384319	410078	478315	522398	579987	798327	902433	3804422	3690760	3591912
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	-82018	301502	471627	727837	720967	767985	800423	712201	724198	683821
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	161772	163182	452293	439658	447463	449194	462819	500658	1002159	1809685
14	ПАТ «Київобленерго»	335637,3	387009	534329	н/д	545996	586970	724531	3037263	2857259	2943749
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	894148	1094486	1658470	1680899	1665349	1718482	3358253	3330704	3344945	3509492
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	557304	587845	602518	828968	863152	936627	957037	991354	1189367	1250593
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	181724	201279	293348	н/д	273995	263573	283396	1594168	1579977	1609428
18	ПАТ «Сумиобленерго»	370534	374862	414511	442592	508650	548378	587093	646768	690726	746894
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	96057	134050	611054	595378	576767	589109	582577	652957	622902	642773
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	549230	1586786	2004701	2034046	2053335	2067395	1985827	2011417	2275722	2763380
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	600490	584360	593376	711410	696197	663585	626485	1125157	1155990	1185298
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	290763	305977	425139	435786	439861	446252	453025	771141	770572	1375529
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	99585	130781	181209	212205	261394	266745	256816	272562	289228	308168
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	45888	47504	309414	324111	315565	317375	266662	290192	297030	297376
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	206575	207465	234257	276564	310322	358639	413239	465120	523862	599334
26	ПАТ «Київенерго»	2072509	2318721	2114011	3055114	2313522	1811713	4339148	6172999	6100124	7377499

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

ДОДАТОК В «Структура джерел фінансування ЕКУ»

Таблиця В.1. Частка фінансового капіталу в сукупних джерелах фінансування ЕКУ у 2006-2015рр (%)

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	сер.
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	9,84	10,61	10,73	85,68	75,10	79,45	84,36	79,06	73,89	н/д	56,52
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	72,42	83,10	55,61	67,94	68,23	68,34	84,80	74,33	72,86	н/д	71,96
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	2,02	2,46	90,65	92,23	64,80	66,60	59,65	87,69	78,01	80,98	62,51
4	ПАТ «Волиньобленерго»	53,45	87,90	93,41	92,42	91,81	91,61	91,04	92,11	89,67	85,35	86,88
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	35,27	-11,69	79,67	83,21	69,77	75,93	66,70	59,40	48,24	49,87	55,64
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-44,67	-57,50	-35,89	-37,18	-36,52	72,60	72,34	73,53	43,54	-97,06	-4,68
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	88,37	94,46	86,69	87,55	93,41	90,43	95,10	92,26	92,85	92,98	91,41
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	13,22	85,04	69,75	66,39	70,78	59,96	82,46	81,35	61,23	43,63	63,38
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	86,50	84,47	80,26	84,53	92,48	91,16	91,48	91,41	84,10	86,28	87,27
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	91,18	87,34	86,08	86,66	59,01	85,67	84,30	77,34	76,93	73,10	80,76
11	ПАТ «Львівобленерго»	83,52	83,12	74,13	80,75	84,44	89,76	91,19	96,97	92,21	92,02	86,81
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	-16,81	67,74	83,61	86,75	80,07	84,23	76,62	69,05	67,29	62,70	66,13
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	35,05	34,83	89,09	81,27	82,68	83,86	82,89	80,78	87,01	89,63	74,71
14	ПАТ «Київобленерго»	83,09	77,41	79,51	н/д	77,30	72,24	75,72	92,10	89,26	84,05	81,19
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	64,33	66,91	78,39	80,53	77,78	74,51	80,55	80,86	80,30	78,94	76,31
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	82,27	77,03	72,99	79,42	73,63	51,16	56,87	51,73	40,43	36,12	62,17
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	84,92	84,42	85,20	н/д	83,30	77,34	80,13	95,48	93,42	91,50	86,19
18	ПАТ «Сумиобленерго»	91,01	90,26	90,23	91,78	90,89	88,49	90,22	88,69	85,18	75,58	88,23
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	56,35	58,61	92,04	90,32	88,79	88,35	88,52	91,57	82,15	83,25	82,00
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	48,38	73,59	90,46	89,61	87,76	82,98	87,33	84,60	85,31	82,61	81,26
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	89,53	82,12	83,57	85,02	78,16	79,66	78,51	83,65	82,49	80,06	82,28
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	66,49	67,03	82,77	82,77	81,35	81,45	83,28	85,74	87,73	88,66	80,73
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	31,23	37,73	44,47	49,08	54,68	52,62	51,60	53,06	48,14	37,01	45,96
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	15,17	15,45	87,02	86,31	82,19	76,81	74,91	77,97	73,32	68,23	65,74
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	85,02	83,03	79,21	86,25	88,69	82,24	88,79	87,53	84,28	77,75	84,28
26	ПАТ «Київенерго»	76,25	79,14	62,30	60,48	50,05	35,26	61,49	52,51	52,57	51,51	58,16
Середнє		53,21	59,41	72,77	76,66	73,49	76,26	79,26	80,03	75,09	66,45	71,30

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця В.2. Частка власного капіталу в сукупних джерелах фінансування ЕКУ у 2006-2015р.р. (%)

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	сеп.
1	ПАТ «ДТЕК Криmenerго»	8,18	3,96	5,59	8,01	8,69	10,56	62,67	54,50	51,67	н/д	23,76
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	53,12	57,06	14,86	16,39	21,94	26,68	60,69	55,78	54,97	н/д	40,17
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	0,57	1,75	8,44	17,79	-1,69	6,77	23,19	53,99	51,81	62,23	22,49
4	ПАТ «Волиньобленерго»	46,60	68,68	70,53	70,69	73,26	85,42	87,97	88,38	85,67	83,09	76,03
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	19,27	-11,69	-7,65	6,12	5,84	28,03	46,10	41,62	39,22	41,17	20,80
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-47,55	-59,48	-57,27	-55,53	-54,18	-60,50	52,20	43,94	28,84	-113,81	-32,33
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	76,06	92,26	72,26	71,48	76,09	77,40	84,24	80,76	78,16	76,92	78,56
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	11,16	12,61	-7,00	10,08	5,81	12,46	23,25	23,06	21,36	16,60	12,94
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	64,57	65,58	75,04	80,15	91,12	89,49	87,94	89,98	81,44	84,76	81,01
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	84,68	80,75	38,93	32,15	34,45	63,84	66,21	60,54	53,06	44,10	55,87
11	ПАТ «Львівобленерго»	59,55	56,65	59,94	66,86	72,82	80,85	82,88	82,60	79,75	80,64	72,26
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	-34,45	-33,63	-12,38	16,24	16,17	34,58	34,62	34,57	34,57	31,83	12,21
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	33,07	33,12	35,64	34,37	34,78	35,56	34,24	41,35	65,40	78,94	42,65
14	ПАТ «Київобленерго»	73,34	54,90	49,52	н/д	52,15	58,88	63,88	74,38	76,22	70,95	63,80
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	5,29	10,04	8,16	8,89	12,66	12,14	60,87	63,02	60,11	56,46	29,76
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	66,51	60,72	58,56	67,19	65,67	49,43	55,39	50,53	40,07	35,86	54,99
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	72,33	70,60	57,51	н/д	61,73	57,76	57,03	80,00	75,33	71,89	67,13
18	ПАТ «Сумиобленерго»	83,97	83,57	83,96	85,93	86,95	87,20	89,24	87,67	85,18	75,58	84,93
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	47,13	51,11	68,62	68,20	67,23	82,78	83,20	82,91	74,75	75,36	70,13
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	37,23	56,51	56,88	58,00	60,33	68,97	86,10	84,48	84,28	78,79	67,16
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	27,37	25,85	27,47	22,46	21,67	24,86	28,05	60,95	41,12	27,10	30,69
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	65,22	54,44	55,61	55,67	58,98	71,47	76,76	78,81	82,46	79,88	67,93
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	30,93	37,47	44,26	48,97	54,18	52,56	50,99	49,93	43,21	34,02	44,65
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	9,56	10,51	16,50	20,82	19,05	21,93	39,71	43,95	42,54	44,63	26,92
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	65,12	63,60	67,23	76,69	81,01	80,80	84,38	86,41	84,28	77,75	76,73
26	ПАТ «Київенерго»	49,03	44,62	25,23	34,88	30,42	16,54	56,40	41,40	48,62	48,01	39,52
Середнє		38,76	38,14	35,25	38,44	40,66	45,25	60,70	62,90	60,16	52,61	47,34

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця В.3. Частка довгострокових зобов'язань в сукупних джерелах фінансування ЕКУ у 2006-2015р.р. (%)

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	сер.
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	1,37	6,65	5,14	76,63	64,79	65,97	20,88	24,56	22,22	н/д	32,02
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	19,30	7,55	29,54	47,65	44,09	41,66	24,11	18,55	17,89	н/д	27,82
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	0,00	0,00	81,99	74,45	66,49	59,83	33,94	33,70	26,20	18,76	39,54
4	ПАТ «Волиньобленерго»	0,00	17,99	22,67	20,16	16,79	5,13	1,52	3,73	4,00	2,26	9,42
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	10,35	0,00	87,32	77,09	63,92	44,91	20,60	17,78	9,02	8,71	33,97
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	0,12	0,17	19,94	17,06	16,52	131,97	20,14	29,58	14,70	16,75	26,70
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	7,98	0,59	10,85	10,80	15,93	11,68	7,91	11,40	14,59	7,95	9,97
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	2,05	72,43	70,13	53,28	64,78	47,50	59,21	58,28	39,54	27,03	49,43
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	15,09	8,37	2,33	1,97	0,74	0,67	0,62	0,59	0,00	0,00	3,04
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	6,50	6,59	14,38	23,67	13,25	21,14	17,34	16,80	8,23	6,28	13,42
11	ПАТ «Львівобленерго»	18,31	16,00	12,48	11,49	11,50	8,91	1,92	13,17	11,48	9,84	11,51
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	15,44	98,51	92,23	68,52	62,44	47,86	39,03	33,87	31,27	29,79	51,90
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	0,00	0,00	53,45	46,89	46,18	44,46	44,10	35,67	17,60	9,31	29,77
14	ПАТ «Київобленерго»	8,96	16,77	27,02	н/д	18,79	12,86	7,94	11,42	10,09	8,98	13,65
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	57,54	52,54	62,50	62,79	62,75	61,78	18,04	13,58	13,67	13,34	41,85
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	14,28	12,61	9,20	9,06	2,41	1,73	1,48	1,20	0,37	0,26	5,26
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	12,59	9,68	27,65	н/д	21,57	17,30	12,18	12,61	12,49	11,42	15,28
18	ПАТ «Сумиобленерго»	2,09	2,21	1,92	1,70	1,43	1,29	0,98	1,02	0,00	0,00	1,26
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	1,95	1,73	20,61	19,53	19,04	2,65	2,94	5,14	3,50	2,99	8,01
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	11,14	17,08	33,59	31,61	27,42	14,00	1,23	0,12	1,04	3,83	14,11
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	62,16	54,69	55,84	40,97	35,20	31,83	28,44	7,86	27,72	35,42	38,01
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	0,00	11,38	25,97	24,76	21,61	9,98	4,78	6,93	5,27	8,79	11,95
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	3,13	4,93	2,99	1,11
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	4,29	4,28	69,94	63,31	60,42	52,34	35,21	34,02	30,78	23,60	37,82
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	8,94	8,95	2,55	1,87	1,71	1,44	1,29	1,13	0,00	0,00	2,79
26	ПАТ «Київенерго»	18,35	17,90	23,25	16,17	13,25	13,11	5,06	11,11	3,95	3,50	12,56
Середнє		11,49	17,10	33,17	33,39	29,73	28,92	15,80	15,65	12,71	10,49	20,85

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця В.4. Частка короткострокових кредитів в сукупних джерелах фінансування ЕКУ у 2006-2015р.р. (%)

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	сер.
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	0,28	0,00	0,00	1,04	1,63	2,91	0,81	0,00	0,00	н/д	0,74
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	0,00	18,49	11,21	3,90	2,20	0,00	0,00	0,00	0,00	н/д	3,98
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	1,44	0,71	0,22	0,00	0,00	0,00	2,53	0,00	0,00	0,00	0,49
4	ПАТ «Волиньобленерго»	6,85	1,24	0,21	1,58	1,76	1,06	1,55	0,00	0,00	0,00	1,43
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	5,48	0,00	0,00	0,00	0,00	2,98	0,00	0,00	0,00	0,00	0,85
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	1,10	0,19	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,13
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	4,34	1,61	3,58	5,27	1,39	1,35	2,96	0,10	0,10	8,11	2,88
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	0,00	0,00	6,62	3,03	0,19	0,00	0,00	0,00	0,32	0,00	1,02
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	6,84	10,52	2,89	2,40	0,63	1,00	2,92	0,84	2,66	1,52	3,22
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	0,00	0,00	32,77	30,84	11,31	0,70	0,75	0,00	15,64	22,72	11,47
11	ПАТ «Львівобленерго»	5,67	10,47	1,71	2,40	0,12	0,00	6,39	1,20	0,98	1,54	3,05
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	0,45	1,30	2,62	1,30	0,80	1,21	2,48	0,60	1,45	1,08	1,33
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	1,97	1,71	0,00	0,00	1,72	3,84	4,55	3,76	4,02	1,39	2,30
14	ПАТ «Київобленерго»	0,79	5,26	2,63	н/д	6,06	0,26	3,91	6,30	2,96	4,11	3,59
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	1,51	4,32	7,42	8,85	2,37	0,58	1,64	4,25	6,51	9,14	4,66
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	1,48	3,69	5,23	3,16	5,54	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,91
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	0,00	4,15	0,04	н/д	0,00	2,27	10,92	2,87	5,60	8,19	3,78
18	ПАТ «Сумиобленерго»	4,95	4,48	4,35	4,15	2,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,04
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	7,28	5,77	2,81	2,59	2,51	2,92	2,38	3,52	3,90	4,90	3,86
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	0,00	1,59	0,26	21,59	21,28	22,97	22,02	14,84	13,65	17,53	13,57
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	1,27	1,21	1,20	2,34	0,76	0,00	1,75	0,00	0,00	0,00	0,85
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	0,09	0,08	0,07	0,00	0,42	0,00	0,55	0,00	0,00	0,00	0,12
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	1,32	0,65	0,58	2,18	2,72	2,55	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	10,96	10,48	9,43	7,69	5,96	0,00	3,13	0,00	0,00	0,00	4,76
26	ПАТ «Київенерго»	0,94	7,82	5,47	3,77	0,00	0,00	0,04	0,00	0,00	0,00	1,80
Середнє		2,50	3,68	3,90	4,50	2,77	1,79	2,74	1,47	2,22	3,34	2,88

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця В.5. Частка поточних зобов'язань і забезпечень в сукупних джерелах фінансування ЕКУ у 2006-2015р.р. (%)

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	сер.
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	90,16	89,39	89,27	14,32	24,90	20,55	15,64	20,94	26,11	н/д	43,48
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	27,58	16,90	44,39	32,06	31,77	31,66	15,20	25,67	27,14	н/д	28,04
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	97,98	97,54	9,35	7,77	35,20	33,40	40,35	12,31	21,99	19,02	37,49
4	ПАТ «Волиньобленерго»	46,55	12,10	6,59	7,58	8,19	8,39	8,96	7,89	10,33	14,65	13,12
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	64,73	111,69	20,33	16,79	30,23	24,07	33,30	40,60	51,76	50,13	44,36
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	144,67	157,50	135,89	137,18	136,52	27,40	27,66	26,47	56,46	197,06	104,68
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	11,63	5,54	13,31	12,45	6,59	9,57	4,90	7,74	7,15	7,02	8,59
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	86,78	14,96	30,25	33,61	29,22	40,04	17,54	18,65	38,77	56,37	36,62
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	13,50	15,53	19,74	15,47	7,52	8,84	8,52	8,59	15,90	13,72	12,73
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	8,82	12,66	13,92	13,34	40,99	14,33	15,70	22,66	23,07	26,90	19,24
11	ПАТ «Львівобленерго»	16,48	16,88	25,87	19,25	15,56	10,24	8,81	3,03	7,79	7,98	13,19
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	116,81	32,26	16,39	13,25	19,93	15,77	23,38	30,95	32,71	37,30	33,87
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	64,95	65,17	10,91	18,73	17,32	16,14	17,11	19,22	12,99	10,37	25,29
14	ПАТ «Київобленерго»	16,91	22,59	20,49	н/д	22,70	27,76	24,28	7,90	10,74	15,95	18,81
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	35,67	33,09	21,61	19,47	22,22	25,49	19,45	19,14	19,70	21,06	23,69
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	17,73	22,97	27,01	20,58	26,37	48,84	43,13	48,27	59,57	63,88	37,83
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	15,08	15,58	14,80	н/д	16,70	22,66	19,87	4,52	6,58	8,50	13,81
18	ПАТ «Сумиобленерго»	8,99	9,74	9,77	8,22	9,11	11,51	9,78	11,31	14,82	24,42	11,77
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	43,65	41,39	7,96	9,68	11,21	11,65	11,48	8,43	17,85	16,75	18,00
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	51,62	26,41	9,54	10,39	12,24	17,02	12,67	15,40	14,69	17,39	18,74
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	10,47	17,88	16,43	14,98	21,84	20,34	21,49	16,35	17,51	19,94	17,72
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	33,51	32,97	17,23	17,23	18,65	18,55	16,72	14,26	12,27	11,34	19,27
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	68,77	62,27	55,53	50,92	45,32	47,38	48,40	46,94	51,86	62,99	54,04
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	84,83	84,55	12,98	13,69	17,81	23,19	25,09	22,03	26,68	31,77	34,26
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	14,98	16,97	20,79	13,75	11,31	17,76	11,21	12,47	15,72	22,25	15,72
26	ПАТ «Київенерго»	23,75	20,86	37,70	39,52	49,95	64,74	38,51	47,49	47,43	48,49	41,84
Середнє		46,79	40,59	27,23	23,34	26,51	23,74	20,74	19,97	24,91	33,55	28,70

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця В.6. Частка власного капіталу у сукупному фінансовому капіталі ЕКУ у 2006-2015р.р. (%)

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	сер.
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	0,81	0,35	0,49	0,09	0,10	0,13	0,74	0,68	0,67	н/д	0,47
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	0,61	0,68	0,16	0,19	0,27	0,32	0,67	0,67	0,71	н/д	0,50
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	0,28	0,71	0,09	0,19	-0,03	0,10	0,39	0,59	0,62	0,75	0,37
4	ПАТ «Волиньобленерго»	0,87	0,78	0,75	0,76	0,79	0,92	0,97	0,96	0,96	0,97	0,87
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	0,40	1,00	-0,10	0,07	0,08	0,35	0,65	0,65	0,77	0,65	0,45
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	1,03	1,02	1,54	1,45	1,44	-0,84	0,72	0,56	0,54	1,23	0,87
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	0,86	0,94	0,77	0,76	0,81	0,85	0,88	0,86	0,83	0,82	0,84
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	0,83	0,14	-0,09	0,13	0,08	0,20	0,28	0,27	0,31	0,29	0,24
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	0,75	0,77	0,93	0,94	0,98	0,98	0,96	0,98	0,96	0,98	0,92
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	0,92	0,90	0,44	0,36	0,39	0,73	0,77	0,70	0,62	0,54	0,64
11	ПАТ «Львівобленерго»	0,71	0,68	0,73	0,80	0,86	0,90	0,91	0,85	0,86	0,87	0,82
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	1,86	-0,51	-0,15	0,19	0,19	0,40	0,42	0,48	0,49	0,48	0,38
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	0,94	0,95	0,40	0,40	0,41	0,41	0,40	0,51	0,75	0,88	0,60
14	ПАТ «Київобленерго»	0,86	0,67	0,59	н/д	0,64	0,78	0,81	0,81	0,85	0,84	0,76
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	0,08	0,14	0,10	0,11	0,16	0,16	0,75	0,77	0,74	0,71	0,37
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	0,81	0,79	0,80	0,85	0,89	0,81	0,97	0,97	0,98	0,98	0,88
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	0,82	0,81	0,64	н/д	0,70	0,69	0,68	0,84	0,81	0,79	0,75
18	ПАТ «Сумиобленерго»	0,92	0,93	0,93	0,94	0,96	0,99	0,99	0,99	0,99	0,96	0,96
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	0,84	0,66	0,71	0,72	0,72	0,90	0,93	0,90	0,90	0,90	0,82
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	0,77	0,77	0,63	0,65	0,69	0,83	0,98	1,00	0,99	0,95	0,83
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	0,30	0,30	0,32	0,25	0,25	0,28	0,33	0,69	0,48	0,32	0,35
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	0,98	0,81	0,65	0,66	0,70	0,85	0,92	0,92	0,94	0,90	0,83
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	1,00	1,00	1,00	1,00	0,99	1,00	0,99	0,94	0,90	0,92	0,97
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	0,63	0,68	0,18	0,24	0,22	0,27	0,51	0,55	0,55	0,64	0,45
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	0,76	0,77	0,85	0,89	0,91	0,94	0,95	0,99	0,99	0,99	0,90
26	ПАТ «Київенерго»	0,69	0,62	0,45	0,62	0,67	0,53	0,91	0,72	0,74	0,78	0,67
Середнє		0,78	0,67	0,53	0,55	0,57	0,56	0,75	0,76	0,77	0,79	0,78

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця В.7. Частка позикового капіталу у сукупному фінансовому капіталі ЕКУ у 2006-2015р.р. (%)

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	сер.
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	0,19	0,65	0,51	0,91	0,90	0,87	0,26	0,32	0,33	н/д	0,55
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	0,39	0,32	0,84	0,81	0,73	0,68	0,33	0,33	0,29	н/д	0,53
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	0,72	0,29	0,91	0,81	1,03	0,90	0,61	0,41	0,38	0,25	0,63
4	ПАТ «Волиньобленерго»	0,13	0,22	0,25	0,24	0,21	0,08	0,03	0,04	0,04	0,03	0,13
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	0,60	0,00	1,10	0,93	0,92	0,65	0,35	0,35	0,23	0,35	0,55
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-0,03	-0,02	-0,54	-0,45	-0,44	1,84	0,28	0,44	0,46	-0,23	0,13
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	0,14	0,06	0,23	0,24	0,19	0,15	0,12	0,14	0,17	0,18	0,16
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	0,17	0,86	1,09	0,87	0,92	0,80	0,72	0,73	0,69	0,71	0,76
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	0,25	0,23	0,07	0,06	0,02	0,02	0,04	0,02	0,04	0,02	0,08
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	0,08	0,10	0,56	0,64	0,61	0,27	0,23	0,30	0,38	0,46	0,36
11	ПАТ «Львівобленерго»	0,29	0,32	0,27	0,20	0,14	0,10	0,09	0,15	0,14	0,13	0,18
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	-0,86	1,51	1,15	0,81	0,81	0,60	0,58	0,52	0,51	0,52	0,62
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	0,06	0,05	0,60	0,60	0,59	0,59	0,60	0,49	0,25	0,12	0,40
14	ПАТ «Київобленерго»	0,14	0,33	0,41	н/д	0,36	0,22	0,19	0,19	0,15	0,16	0,24
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	0,92	0,86	0,90	0,89	0,84	0,84	0,25	0,23	0,26	0,29	0,63
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	0,19	0,21	0,20	0,15	0,11	0,19	0,03	0,03	0,02	0,02	0,12
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	0,18	0,19	0,36	н/д	0,30	0,31	0,32	0,16	0,19	0,21	0,25
18	ПАТ «Сумиобленерго»	0,08	0,07	0,07	0,06	0,04	0,01	0,01	0,01	0,01	0,04	0,04
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	0,16	0,34	0,29	0,28	0,28	0,10	0,07	0,10	0,10	0,10	0,18
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	0,23	0,23	0,37	0,35	0,31	0,17	0,02	0,00	0,01	0,05	0,17
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	0,70	0,70	0,68	0,75	0,75	0,72	0,67	0,31	0,52	0,68	0,65
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	0,02	0,19	0,35	0,34	0,30	0,15	0,08	0,08	0,06	0,10	0,17
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,01	0,06	0,10	0,08	0,03
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	0,37	0,32	0,82	0,76	0,78	0,73	0,49	0,45	0,45	0,36	0,55
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	0,24	0,23	0,15	0,11	0,09	0,06	0,05	0,01	0,01	0,01	0,10
26	ПАТ «Київенерго»	0,31	0,38	0,55	0,38	0,33	0,47	0,09	0,28	0,26	0,22	0,33
Середнє		0,22	0,33	0,47	0,45	0,43	0,44	0,25	0,24	0,23	0,20	0,33

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

ДОДАТОК Д «Динаміка дебіторської і кредиторської заборгованості ЕКУ у 2006-2015 рр»
Таблиця Д.1. Динаміка дебіторської заборгованості за товари, роботи і послуги ЕКУ в 2006-2015рр (%)

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	655920	673905	658170	675933	623485	499898	76482	144651	284262	н/д
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	21006,7	11643,6	14756	13777	13696	27746	38857	65248	49795	н/д
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	113853	108189	85935	84210	67913	77402	42834	40724	64047	57233
4	ПАТ «Волиньобленерго»	28485	24581	22408	31320	36748	54945	55367	47077	41427	47331
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	42893	1085964	927235	580356	582590	628283	243203	736037	1063281	1047132
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	2184562	1945444	1753244	1606492	1535689	1044260	107667	919901	464019	761619
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	10571	22506	24522	24251	29383	32335	69230	70903	76974	64208
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	366083	348349	354950	411257	682914	574698	427559	407855	463334	803914
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	27494	27546	16185	18087	22195	29094	36972	29644	35121	56197
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	28101	32517	59574	32651	26693	22912	52555	35832	45892	48984
11	ПАТ «Львівобленерго»	34823	23521	25637	28142	31496	42735	42126	41233	53524	68190
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	159511	137347	87228	66851	50554	41386	35752	44883	47748	63670
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	251733	245478	214434	192620	183364	142703	86904	39433	79394	111891
14	ПАТ «Київобленерго»	24517,9	44493	68187	н/д	82099	96290	146764	138187	199868	244125
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	157785	155541	146450	147268	109997	108796	114825	88753	154391	190407
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	34207	26984	33770	62350	76364	241391	392353	480490	1182355	1469761
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	7281	9587	16422	н/д	21455	24472	28102	26460	33197	44582
18	ПАТ «Сумиобленерго»	16535	17674	20527	16573	33196	43075	56189	69063	117202	132814
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	22647	19193	18498	16155	14458	19056	21617	17621	77725	84800
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	178115	157288	150969	154682	166625	295214	198250	270418	503093	775790
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	324197	304601	277719	249308	207643	159415	91333	93240	100341	119962
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	62372	52474	33603	34673	31344	32201	31662	34623	39874	66028
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	31184	31887	54994	70557	100100	132037	111460	110343	163709	396786
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	190354	187196	182888	179251	184271	197550	30906	24890	39643	50392
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	9721	10787	12475	16381	14710	23373	22784	26896	30197	61026
26	ПАТ «Київенерго»	365776	521525	663604	1260435	900605	1335551	1857502	2386662	2917416	3362699
Всього		5349728	6226221	5924384	5973580	5829587	5926818	4419255	6391067	8327829	10129541

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця Д.2. Динаміка кредиторської заборгованості ЕКУ за товари, роботи і послуги у 2006-2015 рр

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	1074935	1068398	1050426	22770	30836	38665	88635	219381	128908	н/д
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	2394,7	1246,7	4388	12624	8481	4503	12468	42146	20396	н/д
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	392915	391552	9314	10384	3457	7597	20020	8027	57270	13128
4	ПАТ «Волиньобленерго»	49460	45868	678	3802	4098	6959	9202	935	23147	11305
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	674689	2113409	163773	49235	66974	92826	403995	256110	1152747	197513
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	4278661	4426070	3842743	3886402	3936797	325117	227309	123480	1053882	3109857
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	0	1111	33479	12802	9245	28364	19961	35853	19452	6635
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	719257	8962	62141	92288	209687	415291	153870	60220	374529	633704
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	2553	4899	3543	4159	3553	23009	28976	20796	100153	19300
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	11776	13725	36955	22079	16340	4219	1476	29571	44114	2078
11	ПАТ «Львівобленерго»	28681	28839	21081	19264	25882	7664	7096	9914	154734	42507
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	484617	97970	18100	37234	10020	5167	4719	42006	45057	33690
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	286672	289973	16995	44641	45388	9521	1286	1630	16965	11244
14	ПАТ «Київобленерго»	10684,4	15960	14164	н/д	18303	67319	56486	68183	88355	47443
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	254562	115439	140185	56468	25211	16473	18882	33158	66966	25878
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	14710	32025	31538	18144	38267	280080	424491	551856	1367086	1311448
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	4021	10022	7542	н/д	8841	13625	6096	10092	14288	8570
18	ПАТ «Сумиобленерго»	19842	15852	6953	3473	2400	7110	2026	3198	4027	14644
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	29274	24880	1623	1340	1010	2212	7283	4264	71063	31527
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	455370	423885	21444	28467	52659	149546	13342	48996	68441	30781
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	39244	38743	20900	7883	21904	3988	3413	36308	37405	5143
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	117365	115225	16759	15976	17590	19362	45213	66559	33687	70653
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	133534	121488	120457	117717	111828	121242	134808	122319	139682	183693
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	239058	237643	2732	3722	8098	28817	27463	34893	41182	33811
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	5893	4347	4470	2809	2201	4216	2864	3038	5478	21002

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

ДОДАТОК Е

Структура володіння акціями (структура власності) енергопостачальних корпорацій України
(станом на 31.12.2015р.)

Таблиця Е.1. Енергопостачальні корпорації України у власності холдингу «ДТЕК»*

Назва корпорації	Держава Україна, %	ТОВ «ДТЕК енерго», %	DTEK Energy Netherlands, %	Офшорні компанії,%			Сумарний відсоток власників зі значним пакетом акцій, %	Відсоток акцій у інших акціонерів
				<i>DTEK holdings limited</i>	<i>Garensia Enterprises Limited</i>	<i>Larva Investments Limited</i>		
ПАТ «ДТЕК Крименерго»	25,00	-	-	50,29	12,37	-	87,65	12,35
ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	25,00	-	-	51,56	-	15,89	92,45	7,55
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	25,00	-	31,44	40,06	-	-	96,50	3,50
ПАТ «Київенерго»	25,00	18,30	29,09	25,00	-	-	97,40	2,60

*Джерело: Складено автором на основі даних публічної звітності з сайту smida.gov.ua [126-151]

Таблиця Е.2. Енергопостачальні корпорації України у власності холдингу «V.S. Energy international»*

Назва корпорації	V.S. Energy international, %	ТОВ «ВС Енерджи інтернешнл Україна», %	Держава Україна, %	Офшорні компанії,%		Сумарний відсоток власників зі значним пакетом акцій, %	Відсоток акцій у інших акціонерів, %
				<i>Bikontia Enterprises Limited</i>	<i>Larva Investments Limited</i>		
ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	12,72	78,78	-	-	-	91,50	8,50
ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	75,56	15,65	-	-	-	91,21	8,79
ВАТ «Кіровоградобленерго»	83,00	-	-	-	-	83,00	17,00
ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	17,98	32,52	25,00	-	-	75,50	24,50
ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	-	90,00	-	-	-	90,00	10,00
ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	-	45,00	-	-	-	45,00	55,00

*Джерело: Складено автором на основі даних публічної звітності з сайту smida.gov.ua [126-151]

Таблиця Е.3. Енергопостачальні корпорації України у власності компаній-резидентів*

Назва корпорації	Компанії-резиденти, %					Офшорні компанії, %	Сумарний відсоток власників зі значним пакетом акцій, %	Відсоток акцій у інших акціонерів, %
	ТОВ «ЛЕО»	ТОВ КУА «Інвестиційний капітал Україна»	ТОВ «Укрістгаз»	ТОВ «Авалія»	ТОВ Енергетична Україна	Garensia Enterprises Limited		
ПАТ «Вінницяобленерго»	50,00	25,00	-	-	-	22,44	97,44	2,56
ПАТ «Волиньобленерго»	-	-	75,00	-	-	21,19	96,19	3,81
ПАТ «Закарпаттяобленерго»	-	-	-	-	50,00	-	50,00	50,00

*Джерело: Складено автором на основі даних публічної звітності з сайту smida.gov.ua [126-151]

Таблиця Е.4. Енергопостачальні корпорації України у власності компаній-нерезидентів*

Назва корпорації	Компанії-нерезиденти, %					Сумарний відсоток власників зі значним пакетом акцій, %	Відсоток акцій у інших акціонерів, %		
	Lex Perfecta Limited	Margarozza Commercial Limited	Kerelio Commercial Limited	Zocatini Enterprises Limited	Miosaria Commercial Limited				
ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	25,00	25,00	12,72	12,51	12,51	87,74	12,26		
ПАТ «Львівобленерго»	25,00	25,00	12,19	13,49	13,49	89,18	10,82		
Назва корпорації	Держава Україна, %	ТОВ «Бізнес-інвест», %	ТОВ «Меридіан», %:	Компанії-нерезиденти, %				Сумарний відсоток власників зі значним пакетом акцій, %	Відсоток акцій у інших акціонерів, %
				Washington Holdings B.V.	Bikontia Enterprises Limited	Larva Investment Limited	UA Energy Distribution Holding		
ПАТ «Сумиобленерго»	25,00	-	-	-	25,00	24,99	18,51	93,50	6,50
ПАТ «Чернігівобленерго»	-	-	-	-	23,20	24,99	25,00	84,00	16,00
ПАТ «Київобленерго»	-	-	-	89,02	-	-	-	89,02	10,98
ПАТ «Рівнеобленерго»	-	-	-	83,33	-	-	-	83,33	16,67
ПАТ «Полтаваобленерго»	-	12,76	12,59	-	23,92	25,00	23,30	97,57	2,43

*Джерело: Складено автором на основі даних публічної звітності з сайту smida.gov.ua [126-151]

Таблиця Е.5. Енергопостачальні корпорації України у державній власності*

Назва корпорації	Держава Україна, %	Компанії-резиденти, %		Офшорні компанії,%				Сумарний відсоток власників зі значним пакетом акцій, %	Відсоток акцій у інших акціонерів, %
		ПАТ «ЕК «Херсонобленерго»	ПрАТ «Українська енергозберігаюча сервісна компанія»	Lex Perfecta Limited	Bikontia Enterprises Limited	Larva Investments Limited	Garensia Enterprises Limited		
ВАТ «Запоріжжяобленерго»	60,25	-	-	16,52	12,31	-	-	89,08	10,92
ПАТ «Миколаївобленерго»	70,00	13,17	-	-	-	-	-	83,17	16,83
ВАТ АК «Харківобленерго»	65,00	-	-	-	-	-	29,79	94,80	5,20
ПАТ «Хмельницькобленерго»	70,01	-	-	-	-	-	-	70,01	29,99
ПАТ «Черкасиобленерго»	46,00	-	25,00	-	-	-	26,63	97,63	2,37
ВАТ «Тернопільобленерго»	51,00	-	-	-	24,99	15,10	-	91,09	8,91

*Джерело: Складено автором на основі даних публічної звітності з сайту smida.gov.ua [126-151]

ДОДАТОК Ж «Динаміка фінансових результатів ЕКУ за 2006-2015 рр
Таблиця Ж.1. Динаміка валового фінансового результату (GP, тис.грн) ЕКУ в 2006-2015 рр*

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	112129	116537	149451	101422	148231	245000	220434	-100221	194128	н/д
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	31778	30057	46593	50492	64096	38852	64525	50873	57259	н/д
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	39929	50476	110106	90772	130215	124109	153652	158454	112645	231779
4	ПАТ «Волиньобленерго»	25259	26912	34019	19965	28699	43565	26915	45787	1565	-5673
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	135502	234993	235065	584021	396310	279264	323955	115369	126290	475714
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-161165	128625	298971	384449	396371	488996	293903	129328	-162605	-1345936
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	43581	11841	72970	80590	129448	142272	57382	80923	63905	57585
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	42193	61498	75596	92063	65393	64193	106629	76958	7761	168484
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	41074	58084	114508	122694	85379	171900	129502	163923	103333	210115
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	35602	20041	48572	54552	108690	79860	34269	82308	59098	90066
11	ПАТ «Львівобленерго»	64974	53049	135954	121141	119820	249954	166707	-83294	-126758	-62714
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	-20403	29464	53424	61480	69919	133808	159403	104611	114196	132081
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	19755	26058	97358	59823	52094	107265	108159	126802	46123	82689
14	ПАТ «Київобленерго»	103516	86060	127668	н/д	85849	131368	225339	16334	54017	172099
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	8009	153047	221092	144352	251733	293167	236751	30711	112160	427072
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	66188	95987	143499	157355	182962	261598	244254	218172	225176	298419
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	56757	49192	59748	н/д	68999	82509	58754	31160	-7176	38546
18	ПАТ «Сумиобленерго»	22908	34476	72457	75323	112125	123802	131456	117110	82973	144701
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	13582	24606	24454	24073	21997	51378	58477	67656	34388	82104
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	80449	102596	134968	114225	103809	154584	190102	127684	67186	225469
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	38144	38679	67940	84005	104666	116063	157802	44743	37921	137997
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	32097	46660	86592	60902	70376	83933	87612	110424	59863	118684
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	61959	57963	84260	59393	92903	56913	30794	78543	68301	131269
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	7280	17794	61625	44418	19322	28353	20795	31495	12866	51927
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	17668	28366	75045	77150	67355	110280	97625	111318	81718	91419
26	ПАТ «Київенерго»	-133126	-236831	-389200	-1232310	-917050	-1183039	2398861	549994	530808	468256
Середнє		30217	51778	86259	59681	79220	95383	222464	95660	75275	100923

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця Ж.2. Динаміка операційного фінансового результату (ЕВІТ, тис.грн.) ЕКУ в 2006-2015 рр*

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	29362	43457	55717	31019	49254	7885	203478	-66142	15595	н/д
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	30853	29033	43495	44705	55778	35135	58535	38823	16483	н/д
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	9872	7400	54372	35690	66803	56533	35708	67827	37428	173862
4	ПАТ «Волиньобленерго»	6654	8845	16184	1144	8508	17479	-9766	2013	-5737	-5115
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	94688	3470	136892	105797	88072	193060	399294	218855	428146	118361
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-607987	-290456	-49097	41777	46725	53991	510604	443162	-420350	-2928684
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	37149	4369	-13175	44360	103019	93543	98786	93587	93985	90560
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	38790	5075	-7451	39854	21529	32988	-56760	62325	74541	66623
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	17327	24107	89692	88654	37548	119561	88062	108988	44894	143559
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	40801	34470	7087	20670	119648	78536	60531	51826	-83008	-76091
11	ПАТ «Львівобленерго»	68940	29621	117700	106834	101887	266223	133678	-109688	-126510	-28001
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	-28090	-302	8682	16200	20751	121480	102445	-26692	38240	35253
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	4611	5707	52899	15025	6401	25247	60436	84781	79442	109770
14	ПАТ «Київобленерго»	103516	86060	127668	н/д	85849	131368	225339	-24185	16576	124159
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	2439	91242	59160	138781	135333	128241	311757	76634	219776	365585
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	32283	53078	67536	102109	117572	210691	241505	102025	209146	137819
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	45480	32287	54998	н/д	42756	51948	27065	9072	-14888	32984
18	ПАТ «Сумиобленерго»	7020	16144	50644	43225	91086	103332	109803	88724	53433	80769
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	8490	4235	715	-2483	-3749	20492	13884	22501	-17385	30476
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	59365	47338	65306	57464	46988	50126	122399	109474	45870	113794
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	-3490	6639	40402	46843	46864	52580	57239	9990	-188644	-94194
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	13769	14174	46627	25814	34910	34265	59663	80605	28216	83628
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	31598	43066	70041	42098	71014	33915	9434	18649	33719	32112
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	4189	9354	48111	27099	11853	24329	39865	25370	34157	71587
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	6709	13466	51825	58854	48159	88878	71484	82205	54864	72171
26	ПАТ «Київенерго»	74204	50667	-201955	463565	143167	-856925	2765028	1247929	404500	15828
Середнє		4944	14329	38234	66462	61451	45189	220750	108410	41250	-51383

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця Ж.3. Динаміка чистого фінансового результату (NI, тис.грн.) ЕКУ в 2006-2015 рр*

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	29362	43457	55717	31019	49254	7885	203478	-66142	15595	н/д
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	30853	29033	43495	44705	55778	35135	58535	38823	16483	н/д
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	9872	7400	54372	35690	66803	56533	35708	67827	37428	173862
4	ПАТ «Волиньобленерго»	6654	8845	16184	1144	8508	17479	-9766	2013	-5737	-5115
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	94688	3470	136892	105797	88072	193060	399294	218855	428146	118361
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-607987	-290456	-49097	41777	46725	53991	510604	443162	-420350	-2928684
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	37149	4369	-13175	44360	103019	93543	98786	93587	93985	90560
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	38790	5075	-7451	39854	21529	32988	-56760	62325	74541	66623
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	17327	24107	89692	88654	37548	119561	88062	108988	44894	143559
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	40801	34470	7087	20670	119648	78536	60531	51826	-83008	-76091
11	ПАТ «Львівобленерго»	68940	29621	117700	106834	101887	266223	133678	-109688	-126510	-28001
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	-28090	-302	8682	16200	20751	121480	102445	-26692	38240	35253
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	4611	5707	52899	15025	6401	25247	60436	84781	79442	109770
14	ПАТ «Київобленерго»	103516	86060	127668	н/д	85849	131368	225339	-24185	16576	124159
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	2439	91242	59160	138781	135333	128241	311757	76634	219776	365585
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	32283	53078	67536	102109	117572	210691	241505	102025	209146	137819
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	45480	32287	54998	н/д	42756	51948	27065	9072	-14888	32984
18	ПАТ «Сумиобленерго»	7020	16144	50644	43225	91086	103332	109803	88724	53433	80769
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	8490	4235	715	-2483	-3749	20492	13884	22501	-17385	30476
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	59365	47338	65306	57464	46988	50126	122399	109474	45870	113794
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	-3490	6639	40402	46843	46864	52580	57239	9990	-188644	-94194
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	13769	14174	46627	25814	34910	34265	59663	80605	28216	83628
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	31598	43066	70041	42098	71014	33915	9434	18649	33719	32112
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	4189	9354	48111	27099	11853	24329	39865	25370	34157	71587
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	6709	13466	51825	58854	48159	88878	71484	82205	54864	72171
26	ПАТ «Київенерго»	74204	50667	-201955	463565	143167	-856925	2765028	1247929	404500	15828
Середнє		4944	14329	38234	66462	61451	45189	220750	108410	41250	-51383

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

ДОДАТОК 3 «Динаміка показників рентабельності ЕКУ у 2007-2015 рр»

Таблиця 3.1. Динаміка рентабельності активів ЕКУ за операційним фінансовим результатом (ROA_{EBIT} , %) у 2007-2015 рр*

№	Назва корпорації	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	Середнє
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	3,37	4,12	2,19	3,35	0,53	9,89	-2,50	0,59	н/д	2,46
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	25,79	16,22	12,32	20,52	13,75	13,11	5,87	2,35	н/д	12,48
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	1,77	12,44	7,20	11,11	8,37	5,03	9,21	4,79	20,47	8,93
4	ПАТ «Волиньобленерго»	2,48	2,85	0,20	1,49	2,85	-1,50	0,29	-0,75	-0,64	0,81
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	0,16	6,26	4,56	3,39	6,33	12,31	6,53	11,58	2,83	5,99
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-9,82	-1,67	1,38	1,50	1,77	19,99	17,26	-13,72	-107,06	-10,04
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	0,69	-1,29	3,98	9,38	8,53	5,52	3,75	3,73	3,55	4,21
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	0,56	-0,74	3,36	1,49	2,16	-3,93	4,32	4,63	3,25	1,68
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	8,17	27,88	23,24	4,99	10,46	7,03	8,13	3,05	8,92	11,32
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	7,38	1,01	2,11	11,54	6,36	3,99	3,24	-5,28	-4,85	2,83
11	ПАТ «Львівобленерго»	6,23	21,85	17,66	15,59	33,90	14,25	-4,47	-3,21	-0,72	11,23
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	-0,07	1,69	2,29	2,47	14,13	11,05	-2,72	3,76	3,43	4,00
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	1,23	10,89	2,95	1,23	4,82	11,31	14,63	9,04	6,96	7,01
14	ПАТ «Київобленерго»	19,79	22,91	н/д	н/д	18,22	26,65	-1,15	0,51	3,70	12,95
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	6,49	3,26	6,66	6,50	5,84	9,69	1,86	5,35	8,53	6,02
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	7,38	8,51	10,94	10,62	15,54	15,02	5,70	8,70	4,36	9,64
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	14,78	19,65	н/д	н/д	16,63	8,35	0,91	-0,89	1,91	8,76
18	ПАТ «Сумиобленерго»	3,93	11,58	9,18	17,48	17,52	17,29	12,86	6,98	9,23	11,78
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	2,46	0,18	-0,40	-0,60	3,26	2,15	3,31	-2,38	4,01	1,33
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	2,88	2,99	2,56	2,04	2,08	5,14	4,71	1,82	3,79	3,11
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	0,98	5,90	6,38	5,92	6,77	7,64	0,99	-14,42	-6,85	1,48
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	3,18	9,77	5,10	6,73	6,51	11,12	11,17	3,17	6,88	7,07
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	12,87	18,50	10,00	15,57	6,88	1,88	3,69	6,05	4,48	8,88
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	3,07	14,73	7,60	3,23	6,40	10,86	7,19	9,09	17,59	8,86
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	5,49	19,00	19,10	14,36	23,21	16,22	16,49	9,58	10,48	14,88
26	ПАТ «Київенерго»	1,64	-5,76	10,07	2,72	-15,73	43,14	14,03	4,04	0,15	6,03
	Середнє	5,11	8,95	7,11	7,19	8,73	10,89	5,59	2,24	0,28	6,30

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця 3.2. Динаміка рентабельності активів ЕКУ за чистим фінансовим результатом (ROA_{NI} , %) у 2007-2015 рр*

№	Назва корпорації	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	Середнє
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	0,64	2,09	1,36	1,60	2,22	-7,79	-6,91	-1,66	н/д	-1,12
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	13,81	7,12	0,81	2,56	5,56	6,46	4,24	1,12	н/д	4,76
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	1,11	6,89	4,51	6,98	5,15	4,54	8,47	3,09	15,58	6,26
4	ПАТ «Волиньобленерго»	0,78	1,14	-0,56	0,16	0,16	0,18	0,20	-0,07	0,95	0,33
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	1,30	3,83	2,68	1,62	1,42	5,29	2,72	1,19	-13,68	0,71
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-10,00	-0,14	1,56	0,00	0,00	6,42	7,85	-10,33	-128,83	-14,83
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	0,04	-3,78	0,04	2,20	3,93	1,39	2,14	-0,28	0,61	0,70
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	2,13	-2,28	1,21	-0,02	1,48	2,11	1,75	0,40	1,04	0,87
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	1,65	19,47	18,44	6,50	6,86	4,70	5,93	2,46	6,71	8,08
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	4,17	0,18	-3,42	3,08	1,85	0,20	0,96	-7,12	-8,13	-0,92
11	ПАТ «Львівобленерго»	1,73	13,77	10,54	10,42	28,31	11,08	-5,55	-3,69	-0,62	7,33
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	0,01	2,34	0,73	0,33	5,70	3,48	1,77	1,51	1,31	1,91
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	0,74	5,30	0,19	0,76	0,86	9,36	14,08	6,85	4,45	4,73
14	ПАТ «Київобленерго»	14,43	10,74	н/д	н/д	15,28	21,56	0,06	-0,44	1,35	9,00
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	0,36	0,31	0,00	0,00	0,23	0,73	0,02	-1,92	0,22	-0,01
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	2,22	2,51	5,93	6,33	10,39	13,50	5,27	8,36	2,03	6,28
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	12,84	11,07	н/д	н/д	13,39	4,59	0,48	-3,86	-0,55	5,42
18	ПАТ «Сумиобленерго»	1,34	9,02	6,05	14,49	12,89	14,06	12,57	6,52	6,97	9,32
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	-0,08	-1,49	-0,86	-1,89	2,30	0,95	1,89	-2,16	2,29	0,11
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	0,98	0,87	0,95	0,71	1,04	1,21	1,23	1,20	1,07	1,03
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	0,03	3,56	3,43	0,54	2,01	3,38	0,11	17,65	-10,66	2,23
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	1,85	6,18	2,56	4,36	5,07	5,72	6,75	2,92	3,20	4,29
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	9,03	13,24	7,43	11,13	3,69	0,87	0,81	0,71	3,53	5,60
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	0,53	9,42	5,54	1,30	4,36	3,41	5,27	5,71	13,42	5,44
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	1,37	14,40	15,11	11,14	19,34	16,50	16,95	9,98	11,08	12,87
26	ПАТ «Київенерго»	0,20	-13,92	-2,82	2,99	-25,24	37,06	11,29	0,84	-15,15	-0,53
Середнє		2,43	4,69	3,39	3,64	4,93	6,58	3,86	1,50	-3,94	3,07

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця 3.3. Динаміка рентабельності власного капіталу ЕКУ за операційним фінансовим результатом (ROE_{EBIT} , %) у 2007-2015 рр*

№	Назва корпорації	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	Середнє
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	55,78	85,86	32,04	40,06	5,47	22,64	-4,27	1,11	н/д	29,84
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	46,94	70,26	79,58	108,33	56,44	25,84	10,11	4,24	н/д	50,22
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	151,55	238,86	53,20	157,49	319,03	33,07	23,80	9,06	35,79	113,54
4	ПАТ «Волиньобленерго»	3,87	4,10	0,28	2,08	3,57	-1,73	0,33	-0,86	-0,76	1,21
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	4,18	-64,78	-1227,49	56,72	35,10	33,49	14,94	28,67	7,01	-123,57
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	18,40	2,85	-2,44	-2,73	-3,10	-163,85	36,36	-38,01	346,62	21,57
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	0,78	-1,58	5,54	12,72	11,12	6,72	4,55	4,70	4,58	5,46
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	4,66	-32,40	136,16	19,26	23,88	-22,23	18,65	20,89	17,44	20,70
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	12,55	39,45	29,86	5,67	11,59	7,92	9,13	3,57	10,73	14,50
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	8,93	1,91	5,96	34,63	12,39	6,13	5,11	-9,28	-9,98	6,20
11	ПАТ «Львівобленерго»	10,73	37,40	27,80	22,28	43,82	17,39	-5,41	-3,95	-0,89	16,57
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	0,20	-7,75	48,70	15,24	55,07	31,95	-7,85	10,89	10,33	17,42
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	3,71	31,64	8,44	3,56	13,69	32,42	38,50	15,86	9,41	17,47
14	ПАТ «Київобленерго»	31,28	44,21	н/д	н/д	32,68	43,27	-1,59	0,68	5,04	22,22
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	82,49	36,40	78,20	60,21	47,11	22,25	3,01	8,69	14,64	39,22
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	11,63	14,29	17,26	16,00	27,54	28,58	10,79	19,68	11,54	17,48
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	20,70	31,22	н/д	н/д	27,84	14,55	1,19	-1,14	2,60	13,85
18	ПАТ «Сумиобленерго»	4,69	13,82	10,80	20,22	20,12	19,59	14,54	8,08	11,55	13,71
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	5,02	0,27	-0,58	-0,89	4,34	2,59	3,98	-3,03	5,35	1,90
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	5,78	5,27	4,46	3,45	3,21	6,67	5,53	2,16	4,66	4,58
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	3,68	22,12	25,72	26,84	29,13	28,90	2,02	-28,38	-20,19	9,98
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	5,33	17,75	9,16	11,74	9,97	14,99	14,31	3,94	8,52	10,64
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	37,48	44,98	21,42	30,12	12,89	3,62	7,31	13,07	11,83	20,30
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	30,55	107,65	40,60	16,20	31,19	35,96	17,17	21,03	40,32	37,85
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	8,53	28,97	26,47	18,20	28,69	19,61	19,30	11,23	12,99	19,33
26	ПАТ «Київенерго»	3,52	-16,85	32,56	8,31	-68,26	112,41	29,66	9,04	0,31	12,30
Середнє		22,04	29,07	-22,34	28,57	30,56	14,72	10,43	4,30	22,48	15,94

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця 3.4. Динаміка рентабельності власного капіталу ЕКУ за чистим фінансовим результатом (ROE_{NI} , %) у 2007-2015 рр*

№	Назва корпорації	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	Середнє
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	10,66	43,55	19,91	19,16	23,08	-17,82	-11,81	-3,12	н/д	10,45
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	25,13	30,84	5,26	13,53	22,83	12,73	7,29	2,03	н/д	14,95
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	95,31	132,28	33,31	98,91	196,24	29,80	21,88	5,84	27,24	71,20
4	ПАТ «Волиньобленерго»	1,21	1,64	-0,80	0,23	0,20	0,20	0,23	-0,08	1,12	0,44
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	34,12	-39,62	-720,57	27,12	7,88	14,39	6,22	2,94	-33,97	-77,94
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	18,74	0,23	-2,77	0,00	0,00	-52,64	16,54	-28,61	417,12	40,96
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	0,04	-4,65	0,06	2,98	5,12	1,70	2,60	-0,35	0,79	0,92
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	17,91	-99,57	49,11	-0,21	16,36	11,92	7,54	1,82	5,60	1,17
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	2,54	27,55	23,69	7,38	7,60	5,31	6,67	2,87	8,07	10,18
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	5,04	0,34	-9,66	9,25	3,60	0,30	1,51	-12,54	-16,74	-2,10
11	ПАТ «Львівобленерго»	2,99	23,56	16,60	14,88	36,60	13,52	-6,71	-4,54	-0,77	10,68
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	-0,04	-10,72	15,51	2,03	22,21	10,07	5,12	4,36	3,93	5,83
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	2,25	15,40	0,54	2,21	2,44	26,84	37,05	12,00	6,01	11,64
14	ПАТ «Київобленерго»	22,81	20,73	н/д	н/д	27,41	35,00	0,08	-0,58	1,84	15,33
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	4,54	3,43	0,01	0,02	1,84	1,67	0,03	-3,11	0,38	0,98
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	3,51	4,21	9,36	9,53	18,40	25,70	9,97	18,91	5,37	11,66
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	17,98	17,59	н/д	н/д	22,42	8,00	0,63	-4,98	-0,74	8,70
18	ПАТ «Сумиобленерго»	1,60	10,77	7,12	16,75	14,80	15,93	14,22	7,55	8,72	10,83
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	-0,16	-2,30	-1,26	-2,79	3,07	1,15	2,27	-2,74	3,05	0,03
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	1,97	1,53	1,66	1,20	1,60	1,56	1,44	1,42	1,32	1,52
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	0,12	13,35	13,83	2,47	8,64	12,78	0,23	34,72	-31,44	6,08
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	3,09	11,23	4,60	7,60	7,77	7,72	8,65	3,62	3,96	6,47
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	26,29	32,19	15,92	21,53	6,91	1,67	1,60	1,54	9,32	13,00
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	5,31	68,83	29,61	6,53	21,21	11,30	12,58	13,22	30,75	22,15
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	2,13	21,96	20,94	14,11	23,91	19,95	19,83	11,71	13,73	16,47
26	ПАТ «Київенерго»	0,43	-40,76	-9,12	9,13	-109,54	96,57	23,87	1,87	-31,38	-6,55
Середнє		11,75	10,91	-19,88	11,82	15,10	11,36	7,29	2,53	18,05	7,89

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця 3.5. Динаміка рентабельності реалізації ЕКУ за операційним фінансовим результатом (ROS_{EBIT} , %) у 2007-2015 рр*

№	Назва корпорації	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	Середнє
1	ПАТ «ДТЕК Криmenerго»	4,06	4,00	2,08	2,81	0,38	8,35	-2,52	0,73	н/д	2,41
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	10,74	12,68	10,85	11,86	6,05	9,28	5,67	2,13	н/д	8,60
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	1,50	8,39	5,20	8,19	5,61	3,05	5,49	2,80	10,09	5,27
4	ПАТ «Волиньобленерго»	2,86	4,11	0,27	1,63	2,76	-1,36	0,27	-0,68	-0,47	1,21
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	0,05	1,71	1,30	0,80	1,43	2,50	1,37	2,67	0,53	1,58
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-12,24	-1,63	1,33	1,23	1,13	9,25	7,97	-9,50	-65,99	-9,92
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	0,82	-1,87	5,67	11,12	7,44	7,67	6,74	6,31	4,90	5,72
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	0,18	-0,20	1,15	0,50	0,65	-1,04	1,31	1,83	0,81	0,68
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	4,43	16,19	15,25	4,62	13,83	9,12	10,61	3,96	10,27	9,20
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	8,68	1,33	3,57	17,01	9,17	6,70	4,91	-7,30	-5,51	5,07
11	ПАТ «Львівобленерго»	3,09	9,45	8,28	6,83	14,59	6,45	-4,94	-5,20	-0,88	4,61
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	-0,05	1,16	2,02	2,12	10,55	7,73	-1,94	2,54	1,64	1,91
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	1,44	10,87	2,87	1,07	3,36	7,11	9,08	7,82	8,19	5,32
14	ПАТ «Київобленерго»	7,48	8,09	н/д	4,11	5,04	7,14	-0,73	0,45	2,61	5,08
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	6,40	3,02	6,20	5,15	4,46	9,93	2,31	6,31	8,19	5,22
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	5,23	5,19	5,81	5,13	7,26	7,76	3,00	5,69	1,99	5,09
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	6,50	11,17	н/д	6,10	7,61	3,45	1,04	-1,60	2,77	5,22
18	ПАТ «Сумиобленерго»	2,95	7,25	5,50	9,74	9,32	8,61	7,57	4,80	4,75	6,21
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	1,57	0,20	-0,62	-0,81	3,77	2,12	3,12	-2,21	3,00	1,41
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	3,32	3,47	2,78	1,96	1,72	3,60	2,99	1,16	2,30	2,85
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	1,08	4,94	5,14	4,64	4,31	4,17	0,68	-11,76	-4,63	0,79
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	3,06	7,30	4,04	5,23	4,32	6,41	8,05	2,56	5,89	5,06
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	8,59	9,94	5,16	6,69	2,36	0,69	1,41	2,30	1,37	4,59
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	3,42	13,02	6,56	2,54	4,26	6,26	3,78	4,60	7,33	5,37
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	3,07	8,89	9,27	6,66	10,42	7,30	7,93	4,77	4,95	6,51
26	ПАТ «Київенерго»	1,10	-3,40	7,22	1,70	-7,76	16,85	9,23	2,97	0,09	3,03
Середнє		3,05	5,59	4,87	4,95	5,16	6,12	3,63	1,08	0,27	3,77

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця 3.6. Динаміка рентабельності реалізації ЕКУ за чистим фінансовим результатом (ROS_{NI} , %) у 2007-2015 рр*

№	Назва корпорації	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	Середнє
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	0,78	2,03	1,29	1,35	1,60	-6,57	-6,98	-2,06	н/д	-0,98
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	5,75	5,57	0,72	1,48	2,45	4,57	4,09	1,02	н/д	3,62
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	0,94	4,65	3,26	5,14	3,45	2,75	5,05	1,81	7,68	3,56
4	ПАТ «Волиньобленерго»	0,90	1,65	-0,75	0,18	0,16	0,16	0,18	-0,06	0,69	0,42
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	0,40	1,04	0,77	0,38	0,32	1,08	0,57	0,27	-2,57	0,27
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-12,46	-0,13	1,51	0,00	0,00	2,97	3,63	-7,15	-79,41	-12,20
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	0,04	-5,48	0,06	2,61	3,43	1,93	3,85	-0,47	0,85	1,15
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	0,68	-0,63	0,42	-0,01	0,45	0,56	0,53	0,16	0,26	0,22
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	0,90	11,31	12,10	6,01	9,07	6,11	7,75	3,19	7,72	6,49
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	4,90	0,24	-5,79	4,54	2,67	0,33	1,45	-9,85	-9,23	-0,61
11	ПАТ «Львівобленерго»	0,86	5,95	4,94	4,56	12,19	5,01	-6,13	-5,98	-0,76	2,43
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	0,01	1,61	0,64	0,28	4,26	2,44	1,26	1,02	0,62	0,68
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	0,88	5,29	0,18	0,66	0,60	5,89	8,74	5,92	5,23	3,43
14	ПАТ «Київобленерго»	5,45	3,79	н/д	2,91	4,22	5,78	0,04	-0,39	0,95	3,50
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	0,35	0,28	0,00	0,00	0,17	0,75	0,02	-2,26	0,21	-0,01
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	1,58	1,53	3,15	3,05	4,85	6,97	2,78	5,47	0,93	3,08
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	5,65	6,29	н/д	4,90	6,12	1,90	0,56	-6,99	-0,79	2,86
18	ПАТ «Сумиобленерго»	1,01	5,65	3,62	8,07	6,86	7,01	7,40	4,49	3,59	4,78
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	-0,05	-1,68	-1,34	-2,55	2,66	0,94	1,78	-2,00	1,71	0,16
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	1,13	1,01	1,03	0,68	0,86	0,85	0,78	0,77	0,65	0,90
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	0,03	2,98	2,76	0,43	1,28	1,84	0,08	14,38	-7,21	1,34
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	1,77	4,62	2,03	3,38	3,37	3,30	4,87	2,35	2,74	3,05
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	6,02	7,11	3,83	4,78	1,27	0,32	0,31	0,27	1,08	2,88
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	0,59	8,33	4,78	1,02	2,90	1,97	2,77	2,89	5,59	3,11
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	0,77	6,74	7,33	5,17	8,69	7,42	8,14	4,98	5,24	5,39
26	ПАТ «Київенерго»	0,13	-8,22	-2,02	1,86	-12,45	14,47	7,43	0,61	-8,85	-0,64
Середнє		0,58	1,12	2,75	1,86	2,34	2,75	3,11	2,34	0,48	-2,47

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця 3.7. Динаміка рентабельності інвестованого капіталу ЕКУ за операційним прибутком/збитком ($ROIC_{ЕВИТ}$, %) у 2007-2015 рр*

№	Назва корпорації	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	Середнє
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	31,45	36,14	4,41	3,93	0,64	11,81	-3,03	0,75	н/д	10,76
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	30,08	17,77	13,79	24,60	16,70	14,90	6,75	2,90	н/д	15,94
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	78,86	25,59	7,79	14,35	12,73	7,98	12,17	5,47	24,51	21,05
4	ПАТ «Волиньобленерго»	3,07	3,13	0,21	1,61	3,08	-1,64	0,31	-0,82	-0,73	0,91
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	0,86	18,41	5,57	4,29	8,18	16,31	9,67	20,17	4,90	9,82
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	18,81	3,50	-3,65	-3,95	11,95	27,71	22,61	-20,85	1393,77	161,10
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	0,72	-1,35	4,23	9,97	9,26	5,85	3,95	3,97	3,78	4,49
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	1,07	-0,92	4,32	1,94	3,16	-5,39	5,06	6,03	5,22	2,28
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	9,53	33,71	27,91	5,51	11,39	7,69	8,88	3,47	10,40	13,17
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	8,13	1,13	2,36	12,88	7,23	4,62	3,77	-6,13	-5,81	3,13
11	ПАТ «Львівобленерго»	7,46	26,50	21,35	18,48	38,63	15,72	-4,66	-3,38	-0,77	13,26
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	-0,28	2,25	2,70	2,86	16,32	13,06	-3,53	5,32	5,01	4,86
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	3,51	17,19	3,37	1,44	5,63	13,25	17,60	10,57	7,81	8,93
14	ПАТ «Київобленерго»	23,82	27,71	н/д	н/д	23,19	34,36	-1,29	0,56	4,28	16,09
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	9,18	4,30	8,31	8,09	7,58	12,28	2,29	6,58	10,67	7,70
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	9,27	11,35	14,27	13,90	23,41	25,51	10,47	19,18	11,30	15,41
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	16,86	22,24	н/д	н/д	19,33	9,90	0,97	-0,94	2,07	10,06
18	ПАТ «Сумиобленерго»	4,33	12,83	10,09	19,15	19,55	19,34	14,38	7,99	11,24	13,21
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	3,68	0,19	-0,41	-0,64	3,52	2,37	3,64	-2,73	4,82	1,60
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	4,43	3,64	2,85	2,30	2,43	6,04	5,48	2,14	4,52	3,76
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	1,12	6,86	7,18	6,66	7,73	8,87	1,14	-16,54	-8,05	1,66
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	4,75	12,76	6,00	7,97	7,73	13,27	13,17	3,66	7,79	8,57
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	37,39	44,90	21,40	29,99	12,84	3,60	7,05	12,00	10,75	19,99
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	20,03	26,96	8,55	3,71	7,69	13,65	9,11	11,63	24,09	13,94
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	6,50	23,46	23,04	16,41	26,57	18,52	18,72	11,10	12,85	17,46
26	ПАТ «Київенерго»	2,31	-9,11	17,94	5,33	-41,55	89,91	23,74	6,59	0,23	10,60
Середнє		12,96	14,27	8,90	8,78	10,19	14,98	7,25	3,41	64,36	15,76

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця 3.8. Динаміка рентабельності інвестованого капіталу ЕКУ за чистим прибутком/збитком ($ROIC_{NI}$, %) у 2007-2015 рр*

№	Назва корпорації	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	Середнє
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	6,01	18,33	2,74	1,88	2,68	-9,29	-8,39	-2,11	н/д	1,48
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	16,10	7,80	0,91	3,07	6,75	7,34	4,87	1,39	н/д	6,03
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	49,60	14,17	4,88	9,01	7,83	7,20	11,19	3,53	18,65	14,01
4	ПАТ «Волиньобленерго»	0,96	1,25	-0,60	0,18	0,17	0,19	0,22	-0,08	1,08	0,38
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	7,04	11,26	3,27	2,05	1,84	7,01	4,03	2,07	-23,73	1,65
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	19,15	0,29	-4,13	0,00	0,01	8,90	10,28	-15,70	1677,28	188,45
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	0,04	-3,96	0,05	2,34	4,27	1,47	2,26	-0,29	0,65	0,76
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	4,12	-2,83	1,56	-0,02	2,16	2,89	2,05	0,53	1,67	1,35
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	1,92	23,54	22,14	7,18	7,46	5,15	6,48	2,80	7,82	9,39
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	4,59	0,20	-3,83	3,44	2,10	0,23	1,11	-8,28	-9,74	-1,13
11	ПАТ «Львівобленерго»	2,08	16,69	12,75	12,35	32,26	12,22	-5,79	-3,88	-0,66	8,67
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	0,06	3,11	0,86	0,38	6,58	4,12	2,30	2,13	1,91	2,38
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	2,13	8,36	0,22	0,90	1,00	10,97	16,93	8,00	4,98	5,94
14	ПАТ «Київобленерго»	17,37	12,99	н/д	н/д	19,45	27,79	0,06	-0,49	1,56	11,25
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	0,51	0,40	0,00	0,00	0,30	0,92	0,02	-2,36	0,28	0,01
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	2,79	3,35	7,74	8,28	15,64	22,93	9,68	18,42	5,25	10,45
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	14,65	12,53	н/д	н/д	15,56	5,44	0,52	-4,09	-0,59	6,29
18	ПАТ «Сумиобленерго»	1,48	10,00	6,65	15,87	14,38	15,73	14,06	7,46	8,48	10,46
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	-0,12	-1,61	-0,89	-2,00	2,48	1,05	2,08	-2,47	2,75	0,14
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	1,51	1,06	1,06	0,80	1,22	1,42	1,43	1,41	1,28	1,24
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	0,04	4,14	3,86	0,61	2,29	3,92	0,13	20,24	-12,53	2,52
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	2,76	8,07	3,01	5,16	6,02	6,83	7,96	3,36	3,62	5,20
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	26,23	32,13	15,91	21,43	6,89	1,66	1,54	1,42	8,47	12,85
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	3,48	17,24	6,24	1,49	5,23	4,29	6,68	7,31	18,37	7,82
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	1,63	17,78	18,23	12,73	22,15	18,84	19,23	11,57	13,59	15,08
26	ПАТ «Київенерго»	0,28	-22,04	-5,02	5,86	-66,68	77,23	19,11	1,37	-23,78	-1,52
Середнє		7,17	7,47	4,07	4,71	4,62	9,48	5,00	2,05	71,11	12,35

*Джерело: Складено автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

ДОДАТОК К «Динаміка факторів моделі рентабельності власного капіталу ЕКУ у 2007-2015 рр»

Таблиця К.1. Динаміка коефіцієнта оборотності активів (ТА) ЕКУ в 2007-2015 рр*

№	Назва корпорації	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	Середнє
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	0,83	1,03	1,05	1,19	1,39	1,18	0,99	0,81	н/д	1,06
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	2,40	1,28	1,14	1,73	2,27	1,41	1,04	1,10	н/д	1,55
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	1,18	1,48	1,38	1,36	1,49	1,65	1,68	1,71	2,03	1,55
4	ПАТ «Волиньобленерго»	0,87	0,69	0,75	0,91	1,03	1,11	1,08	1,10	1,38	0,99
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	3,23	3,67	3,50	4,23	4,44	4,92	4,78	4,34	5,32	4,27
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	0,80	1,02	1,04	1,22	1,57	2,16	2,16	1,44	1,62	1,45
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	0,84	0,69	0,70	0,84	1,15	0,72	0,56	0,59	0,72	0,76
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	3,15	3,63	2,91	3,01	3,31	3,77	3,29	2,53	4,03	3,29
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	1,84	1,72	1,52	1,08	0,76	0,77	0,77	0,77	0,87	1,12
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	0,85	0,76	0,59	0,68	0,69	0,60	0,66	0,72	0,88	0,71
11	ПАТ «Львівобленерго»	2,02	2,31	2,13	2,28	2,32	2,21	0,90	0,62	0,81	1,73
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	1,23	1,45	1,13	1,16	1,34	1,43	1,40	1,48	2,09	1,41
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	0,85	1,00	1,03	1,15	1,43	1,59	1,61	1,16	0,85	1,19
14	ПАТ «Київобленерго»	2,65	2,83	н/д	н/д	3,62	3,73	1,58	1,12	1,42	2,42
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	1,01	1,08	1,08	1,26	1,31	0,98	0,81	0,85	1,04	1,05
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	1,41	1,64	1,88	2,07	2,14	1,94	1,90	1,53	2,19	1,86
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	2,27	1,76	н/д	н/д	2,19	2,42	0,87	0,55	0,69	1,54
18	ПАТ «Сумиобленерго»	1,33	1,60	1,67	1,79	1,88	2,01	1,70	1,45	1,94	1,71
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	1,57	0,89	0,64	0,74	0,87	1,01	1,06	1,08	1,34	1,02
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	0,87	0,86	0,92	1,04	1,21	1,43	1,57	1,57	1,64	1,24
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	0,90	1,19	1,24	1,28	1,57	1,83	1,45	1,23	1,48	1,35
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	1,04	1,34	1,26	1,29	1,50	1,74	1,39	1,24	1,17	1,33
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	1,50	1,86	1,94	2,33	2,91	2,70	2,62	2,63	3,28	2,42
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	0,90	1,13	1,16	1,27	1,50	1,73	1,90	1,98	2,40	1,55
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	1,79	2,14	2,06	2,16	2,23	2,22	2,08	2,01	2,12	2,09
26	ПАТ «Київенерго»	1,50	1,69	1,39	1,60	2,03	2,56	1,52	1,36	1,71	1,71
Середнє		1,49	1,57	1,42	1,57	1,85	1,92	1,59	1,42	1,79	1,63

*Джерело: Розраховано автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця К.2. Динаміка коефіцієнта фінансових витрат (K_{FC}) ЕКУ в 2007-2015 р.р.*

№	Назва корпорації	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	Середнє
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	0,96	0,97	0,97	0,96	0,53	2,28	2,84	-1,47	н/д	1,01
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	0,90	0,65	0,09	0,19	0,49	0,63	0,63	0,38	н/д	0,49
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	0,93	0,99	0,99	1,00	1,00	0,99	0,95	0,12	0,83	0,87
4	ПАТ «Волиньобленерго»	0,87	0,95	0,21	0,84	0,95	0,42	0,93	1,00	0,81	0,77
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,50	0,27	0,28	1,64	0,85
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	1,01	1,00	1,00	1,00	1,00	0,39	0,90	1,74	1,09	1,01
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	0,36	3,38	0,11	0,36	0,73	0,33	0,90	0,14	-0,07	0,69
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	0,87	1,68	0,58	0,75	0,96	1,00	0,41	-0,39	0,41	0,70
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	0,77	0,96	0,99	0,96	0,98	0,92	0,93	0,78	0,94	0,91
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	0,94	-0,60	-0,88	0,39	0,47	-0,14	0,08	1,45	1,71	0,38
11	ПАТ «Львівобленерго»	0,64	0,93	0,93	0,91	0,98	0,94	1,08	1,05	1,87	1,04
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	0,43	0,70	0,83	0,85	0,63	0,60	0,21	0,37	0,18	0,54
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	0,86	0,97	0,99	0,99	0,96	0,98	0,98	0,94	0,95	0,96
14	ПАТ «Київобленерго»	0,93	0,87	н/д	0,85	0,95	0,96	1,30	1,14	0,86	0,98
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	0,89	0,40	0,07	0,12	0,32	-0,39	-0,63	-0,43	-0,02	0,04
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	0,79	0,81	0,82	0,88	0,98	1,00	1,00	1,00	1,00	0,92
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	0,90	0,90	н/д	0,89	0,94	0,68	0,45	1,15	-2,45	0,43
18	ПАТ «Сумиобленерго»	0,64	0,92	0,88	0,97	1,00	1,00	0,99	0,99	1,00	0,93
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	0,69	0,31	6,00	6,59	0,83	0,38	0,74	1,68	0,59	1,98
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,22	0,27	0,98	0,98	0,83
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	0,95	0,97	0,79	0,24	0,59	0,73	-0,09	1,16	1,64	0,78
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	0,96	0,99	0,99	0,96	0,96	0,85	0,90	0,91	0,99	0,95
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	0,99	0,99	0,98	0,99	1,00	1,00	1,00	1,00	0,99	0,99
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	0,96	0,99	0,98	0,85	0,93	0,41	0,98	0,80	0,90	0,87
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	0,49	0,91	0,95	0,97	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,92
26	ПАТ «Київенерго»	0,16	1,12	0,09	0,93	1,02	0,94	0,96	0,19	1,12	0,72
Середнє		0,80	0,95	0,89	1,02	0,85	0,72	0,77	0,69	0,79	0,83

*Джерело: Розраховано автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця К.3. Динаміка коефіцієнта податкового навантаження (K_{FC}) ЕКУ в 2007-2015 рр*

№	Назва корпорації	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	Середнє
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	0,19	0,47	0,58	0,44	6,65	0,67	1,46	1,19	н/д	1,46
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	0,66	0,66	0,71	0,64	0,76	0,97	1,09	0,90	н/д	0,80
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	0,39	0,56	0,63	0,63	0,62	0,87	0,95	5,37	0,90	1,21
4	ПАТ «Волиньобленерго»	0,33	0,40	-9,92	0,11	0,06	1,14	0,39	-2,64	4,33	-0,64
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	3,65	0,60	0,54	0,44	0,29	0,83	0,86	0,34	0,93	0,94
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	1,00	0,09	1,00	0,00	0,00	0,79	0,41	0,45	0,99	0,53
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	0,11	1,04	0,10	0,60	0,58	0,61	0,61	-0,51	-2,34	0,09
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	1,26	1,69	0,68	-0,01	0,71	0,64	0,73	-0,22	0,68	0,69
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	0,27	0,73	0,78	0,80	0,72	0,82	0,85	0,96	0,78	0,75
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	0,51	-0,10	0,91	0,63	0,82	-0,37	4,15	0,91	0,99	0,94
11	ПАТ «Львівобленерго»	0,43	0,67	0,64	0,72	0,81	0,81	1,18	1,13	0,67	0,79
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	0,06	2,33	0,39	0,16	0,65	0,51	0,66	0,99	1,92	0,85
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	0,51	0,48	0,09	0,47	0,17	0,79	0,95	0,80	0,67	0,55
14	ПАТ «Київобленерго»	0,70	0,74	н/д	0,75	0,79	0,85	-0,04	0,23	0,65	0,58
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	0,09	0,14	0,00	0,00	0,11	-0,72	-0,02	0,88	-1,49	-0,11
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	0,41	0,37	0,69	0,68	0,68	0,90	0,92	0,96	0,81	0,71
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	0,75	0,87	н/д	0,78	0,76	0,82	1,16	1,06	0,91	0,89
18	ПАТ «Сумиобленерго»	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,97	0,92	0,75	0,96
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	-0,03	-4,91	1,00	2,04	0,70	1,17	0,76	0,86	0,96	0,28
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	0,35	0,28	0,34	0,30	0,42	1,00	0,90	0,61	0,40	0,51
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	0,02	0,59	0,65	0,38	0,47	0,56	-0,67	-1,02	0,97	0,22
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	0,53	0,59	0,45	0,62	0,74	0,83	0,83	0,85	0,96	0,71
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	0,71	0,72	0,75	0,71	0,54	0,46	0,25	0,15	0,53	0,54
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	0,17	0,63	0,73	0,45	0,70	0,78	0,66	0,69	0,77	0,62
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	0,47	0,79	0,79	0,75	0,76	0,84	0,87	0,82	0,94	0,78
26	ПАТ «Київенерго»	0,41	0,82	-22,85	0,67	1,02	0,84	0,77	1,17	0,83	-1,81
Середнє		0,57	0,47	-0,81	0,57	0,83	0,71	0,83	0,69	0,77	0,53

*Джерело: Розраховано автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця К.4. Динаміка коефіцієнта операційних поточних зобов'язань (K_{CL}) ЕКУ в 2007-2015 рр*

№	Назва корпорації	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	Середнє
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	9,34	8,77	2,02	1,17	1,21	1,19	1,21	1,27	н/д	3,05
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	1,17	1,10	1,12	1,20	1,21	1,14	1,15	1,24	н/д	1,18
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	44,61	2,06	1,08	1,29	1,52	1,59	1,32	1,14	1,20	6,20
4	ПАТ «Волиньобленерго»	1,24	1,10	1,06	1,07	1,08	1,09	1,09	1,10	1,14	1,11
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	5,43	2,94	1,22	1,27	1,29	1,33	1,48	1,74	1,73	2,05
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-1,91	-2,10	-2,65	-2,63	6,74	1,39	1,31	1,52	-13,02	-1,26
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	1,05	1,05	1,06	1,06	1,09	1,06	1,05	1,06	1,07	1,06
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	1,93	1,24	1,28	1,30	1,46	1,37	1,17	1,30	1,61	1,41
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	1,17	1,21	1,20	1,10	1,09	1,09	1,09	1,14	1,17	1,14
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	1,10	1,12	1,12	1,12	1,14	1,16	1,16	1,16	1,20	1,14
11	ПАТ «Львівобленерго»	1,20	1,21	1,21	1,19	1,14	1,10	1,04	1,05	1,07	1,14
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	4,09	1,33	1,18	1,16	1,16	1,18	1,30	1,41	1,46	1,59
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	2,86	1,58	1,14	1,17	1,17	1,17	1,20	1,17	1,12	1,40
14	ПАТ «Київобленерго»	1,20	1,21	н/д		1,27	1,29	1,12	1,10	1,16	1,19
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	1,41	1,32	1,25	1,24	1,30	1,27	1,23	1,23	1,25	1,28
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	1,26	1,33	1,30	1,31	1,51	1,70	1,84	2,20	2,59	1,67
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	1,14	1,13	н/д		1,16	1,19	1,07	1,06	1,08	1,12
18	ПАТ «Сумиобленерго»	1,10	1,11	1,10	1,10	1,12	1,12	1,12	1,14	1,22	1,12
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	1,49	1,08	1,04	1,06	1,08	1,10	1,10	1,14	1,20	1,14
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	1,54	1,22	1,11	1,13	1,17	1,17	1,16	1,18	1,19	1,21
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	1,14	1,16	1,13	1,12	1,14	1,16	1,15	1,15	1,17	1,15
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	1,49	1,31	1,18	1,18	1,19	1,19	1,18	1,15	1,13	1,22
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	2,91	2,43	2,14	1,93	1,87	1,92	1,91	1,98	2,40	2,16
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	6,53	1,83	1,13	1,15	1,20	1,26	1,27	1,28	1,37	1,89
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	1,18	1,24	1,21	1,14	1,15	1,14	1,13	1,16	1,23	1,18
26	ПАТ «Київенерго»	1,40	1,58	1,78	1,96	2,64	2,08	1,69	1,63	1,57	1,82
Середнє		3,73	1,56	1,10	1,07	1,50	1,29	1,25	1,30	0,80	1,51

*Джерело: Розраховано автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця К.5. Динаміка коефіцієнта фінансової залежності (K_{FL}) ЕКУ в 2007-2015 рр*

№	Назва корпорації	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	Середнє
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	1,77	2,38	7,27	10,20	8,61	1,92	1,41	1,48	н/д	4,06
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	1,56	3,95	5,77	4,40	3,38	1,73	1,50	1,46	н/д	2,80
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	1,92	9,33	6,83	10,97	25,06	4,14	1,96	1,66	1,46	7,04
4	ПАТ «Волиньобленерго»	1,26	1,31	1,33	1,29	1,16	1,06	1,04	1,04	1,04	1,17
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	4,85	-3,52	-220,20	13,22	4,29	2,05	1,54	1,42	1,43	-21,66
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	0,98	0,82	0,67	0,69	-0,26	-5,91	1,61	1,82	0,25	0,07
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	1,08	1,17	1,31	1,28	1,20	1,15	1,15	1,18	1,21	1,19
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	4,35	35,17	31,55	9,91	7,56	4,13	3,68	3,46	3,34	11,46
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	1,32	1,17	1,07	1,03	1,02	1,03	1,03	1,03	1,03	1,08
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	1,10	1,68	2,53	2,69	1,71	1,33	1,36	1,51	1,72	1,74
11	ПАТ «Львівобленерго»	1,44	1,41	1,30	1,21	1,13	1,11	1,16	1,17	1,16	1,23
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	-0,72	-3,45	18,03	5,32	3,37	2,45	2,22	2,04	2,06	3,48
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	1,06	1,84	2,51	2,47	2,43	2,45	2,19	1,50	1,21	1,96
14	ПАТ «Київобленерго»	1,31	1,60	н/д	н/д	1,41	1,26	1,24	1,20	1,18	1,31
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	8,99	8,47	9,41	7,44	6,22	1,81	1,31	1,32	1,37	5,15
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	1,25	1,26	1,21	1,15	1,18	1,12	1,03	1,03	1,02	1,14
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	1,23	1,40	н/д	н/д	1,44	1,47	1,23	1,22	1,26	1,32
18	ПАТ «Сумиобленерго»	1,08	1,08	1,07	1,06	1,03	1,01	1,01	1,01	1,03	1,04
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	1,36	1,43	1,40	1,39	1,24	1,09	1,09	1,11	1,11	1,25
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	1,30	1,45	1,57	1,50	1,32	1,10	1,01	1,01	1,03	1,25
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	3,29	3,22	3,58	4,03	3,77	3,26	1,77	1,72	2,51	3,02
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	1,12	1,39	1,53	1,47	1,29	1,13	1,09	1,08	1,09	1,24
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,01	1,04	1,09	1,10	1,03
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	1,52	3,99	4,75	4,37	4,06	2,63	1,88	1,81	1,67	2,97
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	1,31	1,23	1,15	1,11	1,08	1,06	1,03	1,01	1,01	1,11
26	ПАТ «Київенерго»	1,52	1,85	1,82	1,56	1,64	1,25	1,25	1,37	1,32	1,51
Середнє		1,86	3,18	-4,65	3,78	3,36	1,46	1,46	1,41	1,37	1,50

*Джерело: Розраховано автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця К.6. Динаміка коефіцієнта фінансового левириджу (K_L) ЕКУ в 2007-2015 рр*

№	Назва корпорації	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	Середнє
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	0,23	1,85	1,06	9,77	8,69	6,72	0,36	0,47	н/д	3,29
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	0,64	0,48	5,25	4,13	2,77	2,08	0,49	0,50	н/д	1,86
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	2,52	0,41	9,87	4,22	-39,44	8,84	1,57	0,69	-1,04	-1,04
4	ПАТ «Волиньобленерго»	0,15	0,28	0,34	0,32	0,27	0,08	0,04	0,04	0,16	0,16
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	1,52	0,00	-11,42	12,70	11,77	1,84	0,54	0,55	1,83	1,83
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-0,03	-0,02	-0,35	-0,31	-0,31	-2,19	0,39	0,80	-0,13	-0,13
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	0,17	0,06	0,30	0,32	0,23	0,17	0,14	0,16	0,20	0,20
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	0,20	5,92	-11,67	6,99	11,71	4,03	2,61	2,75	2,72	2,72
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	0,34	0,29	0,08	0,06	0,02	0,02	0,04	0,02	0,09	0,09
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	0,08	0,11	1,28	1,80	1,59	0,36	0,30	0,43	0,74	0,74
11	ПАТ «Львівобленерго»	0,41	0,47	0,36	0,25	0,17	0,11	0,10	0,17	0,24	0,24
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	-0,46	-2,97	-7,66	4,30	4,34	1,51	1,39	1,06	0,36	0,36
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	0,06	0,05	1,52	1,49	1,44	1,42	1,47	0,98	0,89	0,89
14	ПАТ «Київобленерго»	0,16	0,48	0,69	н/д	0,57	0,29	0,24	0,24	0,34	0,34
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	12,10	6,15	8,64	8,19	5,25	5,19	0,33	0,30	4,69	4,69
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	0,24	0,27	0,25	0,18	0,12	0,23	0,03	0,03	0,14	0,14
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	0,23	0,23	0,56	н/д	0,42	0,46	0,48	0,19	0,34	0,34
18	ПАТ «Сумиобленерго»	0,08	0,08	0,07	0,07	0,05	0,01	0,01	0,01	0,04	0,04
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	0,20	0,51	0,41	0,39	0,39	0,12	0,07	0,11	0,24	0,24
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	0,30	0,30	0,59	0,55	0,46	0,20	0,02	0,00	0,25	0,25
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	2,28	2,29	2,16	3,03	3,03	2,52	2,01	0,44	2,10	2,10
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	0,02	0,24	0,53	0,52	0,42	0,18	0,09	0,09	0,23	0,23
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,01	0,06	0,03	0,03
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	0,59	0,47	4,42	3,24	3,51	2,69	0,97	0,81	1,81	1,81
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	0,32	0,31	0,18	0,12	0,09	0,07	0,05	0,01	0,12	0,12
26	ПАТ «Київенерго»	0,44	0,61	1,21	0,61	0,49	0,89	0,10	0,39	0,54	0,54
Середнє значення		0,88	0,73	0,33	2,62	0,69	1,46	0,53	0,44	0,41	0,85

*Джерело: Розраховано автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

Таблиця К.7. Оцінка впливу факторів на рентабельність власного капіталу ЕКУ у 2007-2015 рр*

Енергопостачальна компанія	Відхилення показників							Оцінка впливу показників на рентабельність власного капіталу						ROE
	ΔROS	ΔTA	ΔK_{FC}	ΔK_t	ΔK_{CL}	ΔK_{FL}	ΔROE	ROS	TA	K_{FC}	K_t	K_{CL}	K_{FL}	
ПАТ «ДТЕК Крименерго»														
2008	0,13	0,19	0,01	0,28	-0,18	-0,79	20,40	0,50	3,77	0,15	30,94	-1,02	-13,94	20,40
2009	-2,20	0,03	0,01	0,11	-7,53	8,71	-19,72	-17,86	0,56	0,16	4,62	-20,65	13,45	-19,72
2010	0,89	0,14	-0,01	-0,14	0,03	-1,08	1,48	6,48	3,09	-0,31	-6,24	0,49	-2,02	1,48
2011	-2,71	0,22	-0,43	6,21	0,04	-1,97	2,91	-15,52	0,49	-1,39	23,87	0,82	-5,36	2,91
2012	-4,78	-0,46	1,75	-5,99	-0,05	-6,36	-30,79	-222,13	66,45	-443,32	520,03	2,39	45,79	-30,79
2013	2,64	0,05	0,56	0,79	0,08	0,11	-2,78	5,95	-0,20	-0,98	-5,92	-0,71	-0,93	-2,78
2014	2,87	-0,16	-4,30	-0,26	0,04	0,03	9,30	21,28	-1,46	-11,03	0,68	-0,10	-0,07	9,30
2015	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
ПАТ «ЕК Севастопольенерго»														
2008	3,20	-1,79	-0,25	0,00	-0,11	4,77	3,73	8,55	-23,95	-2,90	0,02	-0,71	22,73	3,73
2009	-1,31	0,61	-0,56	0,05	0,11	-1,13	-23,65	-3,00	20,41	-40,86	0,44	0,71	-1,34	-23,65
2010	0,62	0,48	0,10	-0,06	0,02	-1,36	6,60	0,33	2,23	9,97	-1,62	0,30	-4,60	6,60
2011	-5,73	0,34	0,30	0,12	0,01	-0,69	7,65	-5,95	1,22	12,96	3,84	0,16	-4,57	7,65
2012	1,00	-1,22	0,13	0,21	-0,11	-1,59	-12,86	3,11	-12,93	2,89	3,66	-1,57	-8,02	-12,86
2013	-1,61	-0,01	0,01	0,12	0,09	0,01	-0,24	-1,61	-0,04	0,07	0,75	0,52	0,07	-0,24
2014	-2,89	0,09	-0,26	-0,20	0,09	-0,09	-5,27	-3,57	0,34	-1,64	-0,43	0,15	-0,12	-5,27
2015	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
ПАТ «Вінницяобленерго»														
2008	5,77	0,26	0,06	0,17	-39,55	9,46	15,87	140,79	45,56	16,15	115,25	-370,59	68,72	15,87
2009	-3,12	-0,16	0,00	0,07	-0,01	-5,65	-55,66	-29,48	-5,60	0,05	5,14	-0,60	-25,17	-55,66
2010	2,98	-0,04	0,01	0,00	0,47	-43,66	-398,62	13,25	-1,16	0,18	0,04	15,40	-426,33	-398,62
2011	-2,65	0,23	0,00	-0,01	-0,04	48,27	449,94	121,09	-48,38	0,00	3,08	8,07	366,07	449,94
2012	-2,36	0,14	-0,01	0,25	0,17	-7,26	-55,59	-31,65	4,00	-0,44	18,57	7,55	-53,62	-55,59
2013	2,40	0,06	-0,04	0,08	-0,58	-0,88	-3,44	14,23	1,34	-1,35	3,02	-12,60	-8,07	-3,44
2014	-2,83	-0,04	-0,83	4,42	0,10	-0,07	-9,89	-7,85	-0,19	-6,57	4,48	0,49	-0,26	-9,89
2015	7,50	0,34	0,71	-4,47	0,01	-0,28	18,56	15,33	4,38	148,17	-144,44	0,27	-5,15	18,56

ПАТ «Волиньобленерго»														
2008	1,21	0,15	0,08	0,07	-0,08	0,06	0,90	0,27	0,27	0,12	0,29	-0,11	0,07	0,90
2009	-3,98	0,06	-0,74	-10,32	0,01	-0,01	-2,42	-1,48	0,01	-0,11	-0,83	-0,01	0,01	-2,42
2010	1,53	0,16	0,63	10,04	0,01	-0,06	1,02	-3,38	-0,90	-15,30	20,61	0,00	-0,01	1,02
2011	0,84	0,05	0,11	-0,05	0,00	-0,18	-0,05	0,10	0,02	0,04	-0,18	0,00	-0,03	-0,05
2012	-2,39	0,15	-0,54	1,08	0,02	-0,05	0,03	-0,15	0,00	-0,01	0,20	0,00	-0,01	0,03
2013	0,16	-0,11	0,51	-0,74	-0,01	0,01	0,00	0,10	-0,03	0,33	-0,39	0,00	0,00	0,00
2014	-0,48	0,08	0,07	-3,03	0,03	0,00	-0,29	-0,20	0,00	0,00	-0,09	0,00	0,00	-0,29
2015	0,17	0,26	-0,19	6,97	0,06	-0,02	1,19	-0,58	-0,16	0,16	1,73	0,05	-0,02	1,19
ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»														
2008	1,64	0,44	0,00	-3,06	9,83	-11,42	-39,00	-165,83	-23,87	0,00	168,04	37,56	-54,89	-39,00
2009	-0,33	-0,36	0,00	-0,06	-0,06	24,12	91,52	9,30	4,01	0,00	3,64	1,63	72,94	91,52
2010	-0,56	0,69	0,00	-0,10	0,15	-0,94	-15,22	-16,26	5,25	0,00	-5,39	3,10	-1,92	-15,22
2011	0,24	0,04	0,00	-0,15	-0,09	-9,92	-21,60	7,33	0,33	-0,10	-11,64	-1,40	-16,11	-21,60
2012	1,47	1,04	-0,50	0,54	0,15	-1,30	7,26	6,13	2,78	-6,74	12,74	2,38	-10,03	7,26
2013	-0,13	-0,59	-0,23	0,03	0,14	0,01	-5,74	-0,60	-1,31	-4,58	0,17	0,57	0,03	-5,74
2014	0,49	-0,30	0,01	-0,52	0,41	-0,25	-3,21	1,22	-0,49	0,14	-4,24	0,74	-0,57	-3,21
2015	-4,62	0,71	1,36	0,60	-0,39	0,24	-33,53	-4,60	-0,28	-9,68	-20,49	6,37	-4,85	-33,53
ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»														
2008	10,81	0,18	0,00	-0,92	-0,98	-0,33	-16,95	-15,09	0,46	-0,01	-2,31	0,13	-0,12	-16,95
2009	3,00	0,02	0,00	0,91	0,08	0,04	-3,01	-0,47	-0,01	0,00	-2,46	0,08	-0,16	-3,01
2010	-0,12	0,18	0,00	-1,00	-0,05	0,01	2,78	0,22	-0,44	0,00	3,00	0,00	0,00	2,78
2011	0,01	0,44	0,00	0,00	4,05	-1,88	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	-0,01	0,00
2012	8,32	0,89	-0,61	0,78	-0,02	2,58	14,36	-0,02	-0,01	0,02	-12,37	0,13	26,61	14,36
2013	-0,04	-0,64	0,51	-0,37	-0,11	0,41	1,22	-0,05	-3,60	14,11	-11,71	-1,08	3,55	1,22
2014	-18,82	-0,50	0,83	0,04	0,61	0,05	-50,07	-30,29	3,86	-9,98	-1,80	-10,87	-0,98	-50,07
2015	-64,08	0,55	-0,64	0,54	-2,95	-1,04	169,68	-241,67	-108,52	142,54	-291,32	841,56	-172,90	169,68
ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»														
2008	-2,64	0,06	3,02	0,94	0,04	0,24	-4,84	-0,06	0,00	-0,34	-3,39	-0,15	-0,89	-4,84
2009	7,92	0,07	-3,27	-0,95	-0,01	0,03	4,88	24,49	2,03	-21,03	-0,62	0,00	0,00	4,88
2010	5,61	0,16	0,26	0,50	0,01	-0,09	2,88	0,06	0,03	0,35	2,63	0,03	-0,22	2,88

2011	-3,88	0,27	0,36	-0,02	0,04	-0,06	2,06	-0,95	0,63	2,60	-0,13	0,17	-0,25	2,06
2012	1,32	-0,61	-0,39	0,03	-0,06	-0,03	-3,80	0,82	-3,12	-1,45	0,06	-0,07	-0,03	-3,80
2013	-2,44	0,03	0,56	0,00	0,03	0,02	1,43	-0,31	0,05	1,58	0,00	0,06	0,05	1,43
2014	-0,56	0,04	-0,76	-1,13	-0,01	0,04	-2,98	-0,21	0,18	-2,19	-0,75	0,00	-0,01	-2,98
2015	-1,33	0,12	-0,21	-1,83	0,01	0,01	1,14	0,07	-0,06	0,51	0,60	0,01	0,00	1,14
ВАТ «Запоріжжяобленерго»														
2008	-0,84	0,43	0,81	0,43	0,19	-17,58	14,71	-22,09	-0,84	-6,15	-4,39	-2,88	51,05	14,71
2009	1,28	-0,83	-1,10	-1,01	-0,10	18,66	-20,12	-178,81	35,40	73,63	23,19	1,13	25,34	-20,12
2010	-0,49	0,14	0,17	-0,69	0,11	4,72	-11,11	-5,08	0,30	1,73	-7,95	-0,01	-0,09	-11,11
2011	0,09	0,63	0,22	0,73	0,24	-7,67	12,46	-0,04	-0,07	-0,11	26,65	4,62	-18,60	12,46
2012	0,23	0,49	0,04	-0,08	-0,40	-1,42	-2,84	4,25	2,38	0,76	-2,14	-4,42	-3,68	-2,84
2013	0,87	-0,70	-0,59	0,10	-0,04	0,14	-2,01	9,27	-3,34	-8,95	0,96	-0,22	0,28	-2,01
2014	0,13	-0,85	-0,81	-0,95	0,31	-0,56	-5,60	0,55	-2,10	-11,28	7,11	0,44	-0,31	-5,60
2015	-0,95	1,15	0,80	0,90	0,26	0,30	3,69	-0,89	0,42	-2,63	5,57	0,75	0,46	3,69
ПАТ «Прикарпаттяобленерго»														
2008	11,91	-0,23	0,19	0,46	0,06	-0,22	21,62	6,93	-1,17	2,01	17,34	1,37	-4,85	21,62
2009	-0,46	-0,21	0,03	0,05	-0,06	-0,01	-3,07	-0,69	-3,02	0,72	1,35	-1,17	-0,27	-3,07
2010	-7,93	-0,65	-0,03	0,03	-0,09	-0,05	-16,12	-10,60	-4,85	-0,19	0,19	-0,44	-0,23	-16,12
2011	5,07	-0,03	0,02	-0,08	0,02	0,00	2,37	3,20	-0,29	0,17	-0,83	0,11	0,02	2,37
2012	-4,74	0,02	-0,06	0,10	0,00	0,02	-2,18	-2,69	0,11	-0,28	0,59	-0,02	0,11	-2,18
2013	1,62	0,01	0,01	0,04	0,00	-0,02	1,31	1,02	0,08	0,06	0,29	0,01	-0,15	1,31
2014	-5,53	-0,03	-0,15	0,11	0,09	0,02	-3,61	-3,64	-0,10	-0,43	0,29	0,21	0,06	-3,61
2015	6,30	0,13	0,16	-0,18	-0,03	-0,02	4,91	4,19	1,25	1,67	-1,88	-0,20	-0,12	4,91
ВАТ «Кіровоградобленерго»														
2008	-6,14	-0,27	-1,55	-0,61	0,02	1,16	-4,76	-3,08	-0,66	-2,25	1,05	0,00	0,18	-4,76
2009	3,21	-0,01	-0,27	1,01	-0,02	0,52	-10,51	0,28	-0,01	0,28	-9,29	0,13	-1,90	-10,51
2010	10,99	0,11	1,27	-0,27	0,01	-0,21	19,00	-15,35	-4,83	43,92	-4,11	0,10	-0,73	19,00
2011	-11,29	-0,07	0,07	0,19	0,03	-1,22	-6,32	-5,47	-0,34	0,56	1,08	0,11	-2,26	-6,32
2012	-0,69	-0,04	-0,61	-1,19	0,02	-0,07	-2,24	-0,25	-0,16	-2,76	0,94	0,00	-0,01	-2,24
2013	-1,77	0,11	0,22	4,52	-0,01	0,13	1,32	-0,08	0,04	-0,37	1,59	-0,01	0,14	1,32
2014	-11,97	0,06	1,38	-3,24	0,01	0,19	-15,09	-4,24	-0,24	-51,23	42,28	-0,08	-1,58	-15,09

2010	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
2011	1,07	0,25	0,10	0,04	0,09	-0,28	6,78	4,08	1,71	2,76	1,35	2,07	-5,20	6,78
2012	1,50	0,06	0,01	0,06	-0,05	-0,05	6,89	6,43	0,59	0,18	2,33	-1,30	-1,34	6,89
2013	-7,89	-2,43	0,34	-0,88	-0,18	0,00	-31,05	-34,31	2,27	-0,34	1,34	-0,01	0,00	-31,05
2014	-0,73	0,13	-0,16	0,27	0,03	-0,07	-0,63	0,05	0,01	-0,01	-0,69	-0,02	0,03	-0,63
2015	3,17	0,22	-0,28	0,42	0,07	0,01	2,41	1,26	0,13	-0,20	1,09	0,11	0,02	2,41
ПАТ «ЕК Одесаобленерго»														
2008	0,53	-0,01	-0,49	0,05	-0,12	2,48	-0,04	0,38	-0,02	-2,01	1,00	-0,23	0,83	-0,04
2009	1,38	0,16	-0,33	-0,14	-0,05	-0,45	-3,22	0,87	0,70	-3,92	-0,87	0,00	0,00	-3,22
2010	-0,77	0,16	0,05	0,00	0,04	-2,95	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	-0,01	0,00
2011	-0,59	0,01	0,19	0,10	0,07	-0,06	1,79	0,00	0,00	0,03	1,69	0,09	-0,02	1,79
2012	-2,52	-0,50	-0,71	-0,83	-0,10	-4,86	-0,88	-0,88	-0,37	-1,24	5,34	-0,34	-3,39	-0,88
2013	-0,63	0,06	-0,24	0,70	-0,01	-0,03	-0,90	-0,22	0,05	0,45	-1,18	0,00	0,00	-0,90
2014	3,91	0,03	0,20	0,90	0,02	0,05	-3,19	0,06	0,00	-0,03	-3,08	-0,04	-0,11	-3,19
2015	2,08	0,17	0,42	-2,37	0,02	0,06	3,54	-1,11	-0,85	4,92	0,57	0,01	0,02	3,54
ПАТ «Полтаваобленерго»														
2008	0,29	0,25	0,02	-0,04	0,07	-0,02	0,67	0,21	0,68	0,11	-0,48	0,22	-0,07	0,67
2009	0,42	0,11	0,01	0,32	-0,11	-0,06	3,78	0,33	0,30	0,08	4,23	-0,73	-0,43	3,78
2010	-0,46	0,27	0,05	-0,01	0,10	-0,06	1,20	-0,66	1,17	0,55	-0,07	0,70	-0,49	1,20
2011	2,11	-0,07	0,11	0,00	0,29	0,11	9,39	3,76	-0,48	1,48	0,06	2,95	1,63	9,39
2012	0,54	-0,03	0,02	0,22	0,11	-0,20	4,88	1,38	-0,29	0,34	6,27	1,72	-4,54	4,88
2013	-4,73	-0,07	0,00	0,02	0,17	0,00	-13,58	-14,24	-0,36	0,00	0,17	0,87	0,00	-13,58
2014	2,69	-0,52	0,00	0,04	0,52	-0,01	7,48	8,69	-5,37	0,00	0,58	3,69	-0,12	7,48
2015	-4,57	0,76	0,00	-0,15	0,29	0,00	-12,05	-13,81	2,07	0,00	-0,86	0,56	-0,01	-12,05
ПАТ «Рівнеобленерго»														
2008	-0,40	-0,64	0,01	0,12	-0,03	0,33	-0,71	-0,81	-4,89	0,08	1,86	-0,39	3,44	-0,71
2009	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
2010	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
2011	1,52	-0,06	0,05	-0,02	0,05	0,03	5,29	3,81	-0,62	1,27	-0,66	0,95	0,53	5,29
2012	-5,23	0,16	-0,26	0,06	0,00	0,02	-15,35	-14,03	0,66	-2,66	0,58	-0,02	0,12	-15,35
2013	-2,33	-1,82	-0,23	0,34	-0,14	-0,29	-7,42	-5,35	-1,89	-0,18	0,15	-0,06	-0,09	-7,42

2014	-6,80	0,03	0,70	-0,10	0,02	0,05	-5,46	-2,33	-0,10	-3,18	0,45	-0,11	-0,19	-5,46
2015	6,09	0,13	-3,60	-0,15	0,02	0,03	4,35	5,41	0,07	-1,22	0,12	-0,01	-0,02	4,35
ПАТ «Сумиобленерго»														
2008	4,57	0,20	0,28	0,00	0,00	-0,01	8,64	4,62	0,95	3,12	0,00	0,00	-0,05	8,64
2009	-2,01	0,11	-0,04	0,00	-0,02	-0,01	-3,35	-3,34	0,50	-0,35	0,00	-0,12	-0,04	-3,35
2010	4,15	0,04	0,10	0,00	0,01	-0,02	8,63	6,89	0,34	1,59	0,00	0,15	-0,34	8,63
2011	-1,41	0,12	0,02	0,00	0,03	-0,03	-1,44	-2,64	0,91	0,33	0,00	0,38	-0,42	-1,44
2012	0,17	0,17	0,00	0,00	-0,02	0,00	1,31	0,35	1,37	-0,05	0,00	-0,30	-0,06	1,31
2013	0,71	-0,35	-0,01	-0,03	0,02	0,00	-1,81	1,55	-3,04	-0,09	-0,47	0,23	0,01	-1,81
2014	-2,82	-0,22	0,00	-0,05	0,03	0,00	-6,26	-4,93	-1,18	0,01	-0,37	0,21	0,00	-6,26
2015	-0,17	0,41	0,01	-0,17	0,11	0,03	1,20	-0,25	2,06	0,10	-1,66	0,71	0,25	1,20
ВАТ «Тернопільобленерго»														
2008	-1,02	-0,99	-0,38	-4,88	-0,26	-0,10	-1,23	0,07	0,05	0,02	-1,85	0,38	0,10	-1,23
2009	-1,32	0,08	5,69	5,91	0,02	-0,02	0,12	1,67	0,04	5,84	-7,42	-0,03	0,02	0,12
2010	0,03	0,10	0,59	1,04	0,02	-0,01	-1,56	0,19	-0,17	-0,12	-1,42	-0,05	0,01	-1,56
2011	4,77	0,11	-5,76	-1,33	0,01	-0,27	5,57	70,90	9,85	-68,17	-6,38	0,03	-0,67	5,57
2012	-2,46	0,15	-0,45	0,46	0,04	-0,04	-1,61	-1,47	0,22	-0,81	0,45	0,04	-0,05	-1,61
2013	1,04	0,02	0,36	-0,41	-0,04	0,04	1,05	0,55	0,03	1,64	-1,17	-0,07	0,08	1,05
2014	-4,54	0,03	0,93	0,10	0,12	0,00	-4,98	-3,14	-0,03	-1,24	-0,30	-0,29	0,01	-4,98
2015	4,39	0,28	-1,08	0,10	-0,02	0,01	5,81	8,88	1,62	-4,98	0,32	-0,04	0,01	5,81
ВАТ АК «Харківобленерго»														
2008	0,42	0,19	0,00	-0,07	-0,25	0,29	0,18	0,17	0,42	0,00	-0,40	-0,28	0,27	0,18
2009	-0,64	0,06	0,00	0,07	0,01	-0,05	0,12	-0,27	0,09	0,00	0,32	0,02	-0,05	0,12
2010	-0,74	0,11	0,00	-0,04	0,02	-0,09	-0,46	-0,40	0,15	0,00	-0,17	0,03	-0,07	-0,46
2011	-0,20	0,14	0,00	0,11	0,07	-0,25	0,30	-0,10	0,15	0,00	0,46	0,10	-0,31	0,30
2012	1,79	0,32	-0,78	0,59	-0,06	-0,19	0,01	1,26	0,75	-2,72	1,08	-0,09	-0,27	0,01
2013	-0,60	0,04	0,05	-0,11	0,04	-0,01	-0,05	-0,23	0,04	0,29	-0,17	0,05	-0,02	-0,05
2014	-1,97	-0,06	0,71	-0,28	-0,01	0,01	-0,08	-0,86	-0,02	1,42	-0,62	-0,01	0,01	-0,08
2015	0,38	0,00	0,01	-0,21	0,04	0,04	-0,12	0,39	0,00	0,01	-0,61	0,04	0,04	-0,12
ПАТ «ЕК Херсонобленерго»														
2008	3,37	0,31	0,02	0,57	-0,02	-0,13	12,87	0,22	0,12	0,01	13,35	-0,28	-0,53	12,87

2009	0,20	-0,04	-0,18	0,06	-0,05	0,87	1,28	0,49	-0,41	-2,41	1,00	-0,48	3,08	1,28
2010	-0,69	0,11	-0,55	-0,27	0,04	0,00	-11,78	-1,84	1,15	-9,42	-1,75	0,09	0,00	-11,78
2011	-0,09	0,34	0,35	0,10	0,00	-0,51	5,79	-0,05	0,66	4,47	1,92	-0,03	-1,19	5,79
2012	-0,06	0,24	0,14	0,09	0,04	-0,51	3,89	-0,10	1,23	2,16	2,16	0,50	-2,06	3,89
2013	-3,30	-0,71	-0,82	-1,23	-0,05	-1,57	-12,03	-8,88	-1,26	-2,29	0,57	-0,01	-0,16	-12,03
2014	-13,39	0,06	1,25	-0,34	0,02	0,66	41,83	-1,57	-0,07	20,23	9,59	0,50	13,15	41,83
2015	7,66	0,24	0,48	1,99	0,04	0,99	-80,25	-26,41	3,11	7,74	-51,64	-0,78	-12,28	-80,25
ПАТ «Хмельницькобленерго»														
2008	4,34	0,26	0,03	0,06	-0,31	0,30	7,31	4,12	1,89	0,34	1,18	-2,28	2,05	7,31
2009	-3,26	-0,03	-0,01	-0,14	0,00	-0,01	-6,09	-4,43	-0,17	-0,04	-1,46	0,01	-0,02	-6,09
2010	1,13	0,03	-0,02	0,17	0,01	-0,10	2,78	1,12	0,14	-0,14	2,09	0,08	-0,52	2,78
2011	-0,97	0,22	0,00	0,12	0,00	-0,24	-0,26	-1,24	1,05	-0,01	1,43	-0,03	-1,46	-0,26
2012	-0,07	0,21	-0,11	0,09	0,01	-0,09	0,30	-0,10	1,00	-0,91	0,86	0,10	-0,64	0,30
2013	1,83	-0,60	0,05	0,00	-0,03	0,00	-0,48	2,88	-3,58	0,41	-0,01	-0,20	0,02	-0,48
2014	-3,44	0,14	0,00	0,02	-0,03	-0,02	-3,30	-3,65	0,41	0,01	0,10	-0,08	-0,08	-3,30
2015	-0,17	-0,34	0,08	0,11	-0,01	0,05	-0,44	-0,20	-0,91	0,23	0,34	-0,03	0,13	-0,44
ПАТ «Черкасиобленерго»														
2008	1,41	0,28	0,00	0,01	-0,41	0,00	4,55	3,82	5,33	0,09	0,34	-5,01	-0,02	4,55
2009	-4,77	0,16	-0,01	0,03	-0,21	0,00	-12,96	-13,29	1,34	-0,12	0,69	-1,55	-0,02	-12,96
2010	1,56	0,33	0,01	-0,04	-0,21	0,01	4,82	4,45	3,38	0,23	-1,15	-2,23	0,15	4,82
2011	-4,39	0,61	0,01	-0,17	0,07	-0,01	-12,75	-12,76	1,88	0,05	-2,12	0,26	-0,05	-12,75
2012	-1,65	-0,10	0,00	-0,08	0,04	0,01	-5,11	-4,79	-0,07	0,00	-0,29	0,03	0,02	-5,11
2013	0,52	-0,15	0,00	-0,21	-0,06	0,05	-0,12	1,27	-0,16	0,00	-1,26	-0,04	0,08	-0,12
2014	0,62	-0,14	0,00	-0,11	0,19	0,05	-0,06	0,81	-0,13	0,01	-0,95	0,14	0,07	-0,06
2015	0,25	0,38	-0,01	0,38	0,62	-0,03	7,40	0,21	0,27	-0,03	5,05	2,12	-0,21	7,40
ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»														
2008	9,59	0,18	0,03	0,46	-5,36	3,95	48,89	13,34	3,68	0,71	61,88	-70,03	39,31	48,89
2009	-6,50	0,06	-0,02	0,10	0,02	-1,18	-28,06	-26,56	1,44	-0,46	4,29	0,45	-7,21	-28,06
2010	-4,02	0,15	-0,12	-0,28	0,03	0,27	-19,02	-15,51	1,35	-1,48	-3,97	0,17	0,41	-19,02
2011	1,74	0,18	0,08	0,26	0,07	-0,83	12,39	4,45	1,63	1,19	8,04	1,40	-4,30	12,39
2012	1,68	0,41	-0,52	0,08	0,04	-1,72	-9,99	7,28	7,43	-18,94	1,73	0,59	-8,09	-9,99

2013	-1,86	-0,02	0,57	-0,12	-0,03	-0,15	2,39	-2,82	-0,06	8,82	-2,31	-0,27	-0,97	2,39
2014	0,97	0,07	-0,18	0,03	0,05	-0,01	1,40	2,65	0,56	-2,72	0,48	0,51	-0,09	1,40
2015	2,83	0,37	0,10	0,08	0,13	-0,24	15,67	7,07	3,89	3,01	3,11	2,99	-4,39	15,67
ПАТ «Чернігівобленерго»														
2008	6,07	0,21	0,43	0,31	0,06	-0,13	17,64	3,87	0,73	5,89	8,28	1,01	-2,14	17,64
2009	0,46	0,01	0,03	0,00	-0,10	-0,05	-0,82	0,96	0,09	0,78	0,02	-1,76	-0,90	-0,82
2010	-2,69	0,09	0,02	-0,04	-0,03	-0,03	-5,75	-5,18	0,60	0,32	-0,76	-0,38	-0,36	-5,75
2011	4,33	-0,02	0,03	0,01	0,03	-0,03	8,85	7,97	-0,17	0,64	0,35	0,64	-0,58	8,85
2012	-2,67	0,06	0,00	0,08	-0,03	-0,01	-3,52	-5,13	0,46	0,05	1,92	-0,57	-0,25	-3,52
2013	0,55	-0,15	0,00	0,03	0,02	-0,04	-0,12	1,16	-1,43	-0,01	0,61	0,27	-0,71	-0,12
2014	-3,32	-0,08	0,00	-0,05	0,03	0,00	-7,35	-6,53	-0,50	0,01	-0,60	0,29	-0,02	-7,35
2015	-0,49	0,04	0,00	0,12	0,10	0,00	1,82	-0,90	0,21	-0,01	1,52	1,01	-0,02	1,82
ПАТ «Київенерго»														
2008	-11,00	0,14	0,96	0,41	0,40	0,61	-51,58	-2,29	-0,18	-12,40	-14,49	-8,23	-14,00	-51,58
2009	9,96	-0,39	-1,03	-23,67	-0,01	-0,60	44,29	56,94	-1,43	-4,02	-9,83	0,07	2,55	44,29
2010	1,97	0,47	0,84	23,53	0,43	-0,12	17,00	-13,35	-8,08	-271,19	308,31	2,14	-0,84	17,00
2011	-14,85	0,25	0,10	0,35	0,99	0,40	-153,57	-50,48	-6,09	-4,92	-26,65	-35,15	-30,29	-153,57
2012	30,30	0,43	-0,09	-0,19	-1,58	-0,79	203,41	366,16	50,40	-23,56	-45,13	-101,00	-43,46	203,41
2013	-8,40	-1,08	0,02	-0,07	0,12	0,29	-37,43	-27,34	-15,10	0,43	-1,42	1,28	4,72	-37,43
2014	-7,22	0,22	-0,77	0,39	-0,23	-0,03	-20,68	-16,24	1,11	-5,96	0,74	-0,29	-0,04	-20,68
2015	-12,33	0,04	0,93	-0,34	0,10	-0,07	-29,87	-8,20	-0,19	-32,47	11,35	-1,83	1,48	-29,87

*Джерело: Розраховано автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

ДОДАТОК Л «Ставки витрат на капітал ЕКУ у 2006-2015 рр»

Таблиця Л.1. Ставка витрат на власний капітал (R_e) ЕКУ у 2006-2015 рр розрахована за допомогою модифікованої моделі CAPM*

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	24,26	33,68	27,02	40,55	39,99	34,57	17,97	19,02	30,35	н/д
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	27,55	24,26	41,81	27,44	24,48	22,15	18,29	19,09	30,11	н/д
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	42,99	23,75	58,09	27,66	-86,09	40,23	20,87	19,39	30,73	33,79
4	ПАТ «Волиньобленерго»	23,54	22,88	24,47	18,60	17,93	16,81	17,21	18,35	28,99	32,74
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	34,78	20,93	-17,02	47,38	48,06	21,52	18,41	19,16	29,74	34,49
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	22,11	20,83	22,04	17,13	16,43	10,74	18,05	19,56	31,44	32,01
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	23,71	21,35	24,33	18,60	17,83	17,05	17,46	18,54	29,47	33,37
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	23,95	61,66	-17,88	34,10	47,91	27,38	23,34	22,69	35,51	41,13
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	25,14	22,97	23,55	18,00	17,27	16,64	17,22	18,30	28,97	32,73
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	23,02	21,73	27,78	22,03	21,39	17,57	17,83	18,96	30,72	35,52
11	ПАТ «Львівобленерго»	25,66	24,19	24,56	18,43	17,67	16,89	17,37	18,56	29,35	33,17
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	18,54	0,53	-3,75	27,84	28,61	20,62	20,43	19,98	31,96	36,40
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	22,82	21,32	28,64	21,31	21,01	20,40	20,62	19,85	29,87	33,13
14	ПАТ «Київобленерго»	23,64	24,28	25,70	н/д	18,71	17,36	17,68	18,66	29,37	33,27
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	121,76	63,31	53,76	36,89	30,97	30,47	17,91	18,75	29,89	34,02
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	24,29	22,81	24,15	18,27	17,55	17,21	17,19	18,33	28,92	32,72
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	24,18	22,53	25,24	н/д	18,34	17,82	18,27	18,59	29,58	33,58
18	ПАТ «Сумиобленерго»	23,02	21,50	23,54	18,01	17,35	16,63	17,15	18,30	28,88	32,79
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	23,94	24,49	24,74	18,76	18,24	16,90	17,29	18,46	29,17	33,03
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	24,81	23,04	25,37	19,12	18,42	17,14	17,16	18,28	28,88	32,81
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	41,07	36,71	30,90	24,89	25,17	23,34	21,92	18,99	32,19	39,79
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	22,53	22,57	25,15	19,07	18,34	17,07	17,32	18,42	29,04	33,02
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	22,35	20,97	23,28	17,85	17,25	16,59	17,15	18,38	29,19	32,94
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	27,15	24,18	38,88	25,38	26,43	23,78	19,42	19,58	31,28	34,56
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	24,94	23,05	23,91	18,14	17,48	16,77	17,25	18,30	28,88	32,68
26	ПАТ «Київенерго»	25,94	25,14	27,56	19,27	18,52	18,97	17,35	18,90	29,93	33,63
Середнє значення		29,53	25,95	24,45	23,24	19,05	20,48	18,39	18,98	30,09	33,63

*Джерело: Розраховано автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 [126-151] та інформаційною базою А. Дамодарана [164]

Таблиця Л.2. Ставка витрат на позиковий капітал (R_d) ЕКУ у 2006-2015 рр розрахована за допомогою моделі CDS*

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	11,20	11,26	15,95	14,24	13,53	19,41	34,38	36,46	40,28	н/д
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	11,45	11,51	20,70	25,49	24,78	20,41	19,88	21,96	27,78	н/д
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	11,45	11,26	15,95	14,24	12,78	12,91	15,13	17,21	32,28	21,88
4	ПАТ «Волиньобленерго»	11,55	11,76	15,95	22,49	14,03	13,66	21,88	17,21	20,28	21,88
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	12,20	10,51	15,20	13,49	12,78	13,66	20,88	25,46	29,28	40,13
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	30,45	30,51	35,20	13,49	12,78	13,66	21,88	17,46	40,28	40,13
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	11,20	18,01	35,20	25,49	20,28	16,16	21,88	17,46	32,28	32,13
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	11,20	11,61	35,20	19,99	16,03	13,66	14,38	23,96	36,28	27,63
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	17,95	12,76	15,95	14,24	13,53	13,66	15,38	17,21	22,03	20,88
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	13,70	11,26	31,20	29,49	20,28	20,41	26,38	28,46	40,28	40,13
11	ПАТ «Львівобленерго»	12,20	11,26	15,95	14,24	13,78	13,66	15,13	36,46	40,28	40,13
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	30,45	18,01	19,45	15,24	14,03	18,41	19,88	25,46	27,78	32,13
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	12,70	11,76	15,95	14,24	13,53	13,66	15,13	17,21	21,03	20,88
14	ПАТ «Київобленерго»	11,20	11,26	16,30	н/д	14,03	13,66	15,13	36,46	40,28	21,38
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	16,95	11,61	22,70	25,49	24,78	21,91	30,38	32,46	36,28	32,13
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	14,70	12,26	16,95	13,49	13,88	13,66	14,38	16,46	20,28	20,13
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	11,20	11,51	16,20	н/д	13,88	13,66	18,63	23,96	40,28	40,13
18	ПАТ «Сумиобленерго»	22,45	16,01	16,20	14,59	13,53	13,66	15,13	17,21	21,03	20,13
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	12,20	14,76	24,20	33,49	32,78	14,66	21,88	19,71	40,28	26,63
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	11,20	10,51	15,20	13,49	12,78	12,91	23,38	25,46	21,03	20,88
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	30,45	11,26	15,95	15,24	21,78	19,41	17,63	28,46	40,28	40,13
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	11,20	11,26	15,95	14,24	13,53	13,66	15,63	17,46	21,28	20,88
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	11,20	11,26	15,95	14,24	13,53	13,66	15,13	17,21	20,28	20,88
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	11,20	11,26	15,95	14,24	14,03	13,66	21,88	17,21	22,03	21,13
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	26,45	18,01	16,20	14,24	13,53	13,66	15,13	17,21	21,03	20,88
26	ПАТ «Київенерго»	15,95	22,51	35,20	25,49	13,53	32,91	15,13	17,21	32,28	40,13
Середнє значення		15,54	13,65	20,42	17,75	16,07	15,94	19,29	22,63	30,26	27,83

*Джерело: Розраховано автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 [126-151] та інформаційною базою А. Дамодарана [164]

Таблиця Л.3. Середньозважена ставка витрат на капітал (WACC) ЕКУ у 2006-2015 рр*

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	21,24	17,30	19,27	13,45	13,23	17,49	20,39	22,36	31,24	н/д
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	20,18	19,19	19,73	20,74	20,15	17,81	17,44	18,65	27,96	н/д
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	18,38	19,33	16,21	13,93	12,07	13,02	15,42	17,16	29,10	29,80
4	ПАТ «Волиньобленерго»	21,63	19,80	21,31	18,18	16,37	16,33	17,21	18,17	28,44	32,35
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	19,34	20,97	14,13	12,84	12,60	14,39	17,74	19,68	28,43	33,93
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	22,09	20,80	19,68	20,28	19,44	10,33	17,84	17,15	32,17	31,80
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	21,51	20,92	24,81	18,73	17,34	16,38	17,43	17,93	28,96	32,14
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	21,38	16,36	30,55	17,38	14,85	13,87	14,68	20,28	31,55	27,95
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	22,16	19,93	22,72	17,56	17,16	16,53	17,02	18,23	28,55	32,36
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	22,03	20,38	25,32	22,09	17,60	17,07	18,52	20,18	31,60	34,32
11	ПАТ «Львівобленерго»	20,90	19,15	21,20	16,88	16,62	16,25	16,86	20,19	29,88	33,13
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	14,86	20,10	17,34	14,53	13,91	16,75	17,68	20,31	27,31	31,13
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	22,07	20,69	18,58	14,95	14,60	14,60	15,46	16,93	26,68	31,14
14	ПАТ «Київобленерго»	21,54	19,12	20,21	н/д	15,75	15,83	16,59	20,75	29,90	30,82
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	21,04	16,34	20,84	21,05	20,57	19,07	19,42	20,48	29,85	31,82
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	21,73	19,91	21,88	17,01	16,77	15,95	17,02	18,18	28,64	32,39
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	21,28	19,94	20,56	н/д	15,98	15,52	17,11	18,72	30,25	33,43
18	ПАТ «Сумиобленерго»	22,54	20,80	22,75	17,56	17,04	16,54	17,09	18,25	28,75	32,12
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	21,52	19,93	22,81	20,56	20,01	16,32	17,29	18,21	29,55	31,89
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	21,00	19,51	20,17	15,94	15,66	15,92	17,18	18,29	28,74	32,08
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	28,39	17,04	17,95	14,77	18,53	17,33	16,58	20,24	32,63	35,13
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	22,19	19,88	20,58	16,18	15,90	16,07	16,93	18,07	28,34	31,44
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	22,31	20,94	23,26	17,85	17,20	16,59	17,09	18,12	27,91	31,67
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	20,22	19,15	16,93	14,15	14,05	14,11	18,37	17,05	25,40	28,36
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	23,71	20,82	22,13	17,31	16,84	16,38	16,98	18,24	28,75	32,52
26	ПАТ «Київенерго»	21,67	22,01	26,92	19,22	15,76	21,97	16,88	17,52	29,02	33,47
Середнє значення		21,42	19,63	21,07	17,21	16,38	16,09	17,24	18,82	29,21	31,97

*Джерело: Розраховано автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 [126-151] та інформаційною базою А. Дамодарана [164]

ДОДАТОК М «Економічна додана вартість (EVA) ЕКУ у 2006-2015 рр (тис.грн.)»*

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	-20252,42	-17543,54	-4678,69	-149777,42	-144833,76	-161092,40	-318035,06	-573806,34	-609529,71	н/д
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	1523,87	2152,29	-50432,96	-19733,16	-5640,80	-11424,03	-42814,15	-65550,05	-140760,04	н/д
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	2504,12	882,06	-36758,44	-47523,83	-10064,09	-24681,89	-36241,48	-52321,59	382,26	-60854,28
4	ПАТ «Волиньобленерго»	-14050,00	-95746,50	-107817,76	-108136,93	-85394,65	-98189,16	-112138,77	-125867,69	-183245,03	-247861,55
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	-191334,20	66105,24	-164477,69	-206874,38	-219502,64	-328147,74	-62111,30	-264181,03	-408464,02	-868396,38
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-301251,68	60168,63	215203,26	280029,12	231838,74	-216519,76	117503,41	-216106,26	-736513,28	-2233265,70
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	-43158,79	-190120,95	-272413,53	-193659,45	-113689,21	-110783,00	-352382,74	-366518,36	-733879,44	-989268,01
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	-37788,51	-129301,61	-253470,00	-156881,67	-172085,31	-105772,75	-208599,62	-215393,03	-389764,48	-337643,51
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	-45474,32	-43750,79	1787,18	6331,55	-142527,24	-94709,72	-132058,06	-136197,82	-336745,55	-350057,89
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	-71522,94	-68747,40	-210241,32	-185212,86	-88693,79	-146570,34	-278905,75	-60513,28	-499303,56	-514588,41
11	ПАТ «Львівобленерго»	-44355,53	-65787,04	-22098,83	-20109,43	-22729,91	86600,53	-43668,57	-897104,00	-1246092,69	-1208940,84
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	-15899,07	-60633,47	-61537,16	-99423,44	-96938,59	-49373,56	-89503,25	-162165,81	-160099,31	-145213,60
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	-32792,46	-30840,85	-58693,05	-64374,17	-62292,28	-61197,54	-24049,24	-3880,75	-203790,61	-490395,37
14	ПАТ «Київобленерго»	2108,72	-13767,27	-12946,07	н/д	-21818,60	10434,11	70242,39	-629434,95	-850456,64	-826354,54
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	-185777,54	-170970,20	-337352,53	-353522,64	-342187,81	-313947,07	-877804,44	-683573,98	-804135,67	-1659833,37
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	-114123,24	-95293,76	-107087,84	-70927,11	-64712,35	-5358,81	54219,37	-86774,49	-140520,60	-293697,63
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	-5378,05	-15862,64	-12320,30	н/д	-10420,28	-1581,82	-26321,13	-287981,07	-493680,66	-508173,61
18	ПАТ «Сумиобленерго»	-76558,44	-61818,90	-43653,60	-34474,88	4426,59	12627,27	9463,44	-32289,46	-149479,11	-179139,85
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	-16292,51	-26865,67	-142886,06	-124884,39	-123054,43	-81706,50	-84519,12	-101768,99	-199067,29	-175626,63
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	-102459,11	-293025,58	-386363,38	-304458,99	-307373,95	-308233,24	-218321,93	-269833,20	-625923,44	-841130,72
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	-181007,36	-99422,78	-82559,33	-74655,54	-111367,93	-90211,19	-71847,76	-234428,04	-185299,79	-507948,42
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	-57258,62	-53311,22	-59749,09	-58893,45	-48417,21	-46335,18	-27092,83	-72436,42	-194309,18	-352097,94
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	-4823,57	3328,79	8319,47	-6195,56	5784,20	-25897,22	-39547,46	-44627,51	-75704,82	-80691,14
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	-8806,08	-7502,48	-21824,88	-26040,42	-39030,23	-27709,80	-17761,13	-32626,14	-51844,18	-29168,39
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	-42220,16	-36800,28	-11086,75	-1562,62	-16325,81	8685,10	-9969,09	-13313,89	-105383,74	-126725,47
26	ПАТ «Київенерго»	-425369,44	-489680,50	-735127,86	-11179784,04	-268066,75	-1276058,96	1588428,27	-116659,13	-1298226,95	-2456071,79

*Джерело: Розраховано автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 [126-151] та інформаційною базою А. Дамодарана [164]

ДОДАТОК Н «Динаміка коефіцієнтів покриття боргу та виплат по позиковому капіталу ЕКУ за 2006-2015 рр»

Таблиця Н.1. Фактичне значення коефіцієнта покриття боргу ($K_{debt/EBITDA}$) ЕКУ у 2006-2015 роках*

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	0,30	0,94	0,60	10,96	8,65	13,89	-10,22	2,01	1,59	н/д
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	1,07	0,91	6,13	3,23	1,99	2,49	2,70	2,10	2,45	н/д
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	0,13	-0,01	4,17	5,93	4,05	4,31	3,50	2,41	3,25	0,63
4	ПАТ «Волиньобленерго»	0,15	4,77	2,54	3,31	2,33	0,72	0,40	0,35	0,34	0,26
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	2,11	-1,45	7,30	8,36	7,57	5,44	0,71	0,93	0,47	100,50
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-0,06	0,00	20,01	3,74	3,32	18,48	0,45	1,09	-3,60	-0,15
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	0,58	0,78	7,30	2,90	1,19	0,86	1,29	1,31	1,79	1,85
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	0,28	12,80	21,83	9,27	10,23	6,77	6,08	5,05	4,25	6,16
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	1,60	1,20	0,15	0,16	0,16	0,11	0,31	0,10	0,38	0,14
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	0,30	0,48	5,46	6,24	3,17	1,85	1,83	2,12	9,59	8,94
11	ПАТ «Львівобленерго»	1,03	1,97	0,77	0,68	0,54	0,17	0,42	2,25	2,33	1,45
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	-7,87	26,63	24,39	17,27	13,06	3,15	3,30	1,81	3,14	3,32
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	0,43	0,34	3,11	6,37	6,24	4,34	2,60	1,39	1,24	0,76
14	ПАТ «Київобленерго»	0,25	0,89	0,91	н/д	1,04	0,40	0,45	2,32	1,94	0,94
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	12,69	6,97	8,73	6,77	5,93	5,46	2,18	1,47	1,55	1,26
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	0,68	0,37	0,78	0,50	0,49	-0,33	-0,02	-0,50	-0,82	-2,82
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	0,34	0,45	0,48	н/д	0,55	0,70	1,40	1,89	5,13	2,63
18	ПАТ «Сумиобленерго»	0,74	0,57	0,26	0,36	0,16	-0,23	н/д	н/д	н/д	н/д
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	0,50	1,88	3,95	4,08	3,72	0,87	0,58	0,58	1,06	0,65
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	0,86	2,66	3,79	3,74	3,38	1,03	-0,08	-0,22	-0,18	0,43
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	20,96	11,30	5,66	6,79	6,77	4,86	3,77	2,97	-5,58	128,93
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	0,14	1,28	1,74	2,21	1,61	0,79	0,33	0,39	0,13	0,75
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	-0,09	-0,05	0,00	-0,07	-0,02	-0,01	-0,08	-0,03	0,31	0,09
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	0,89	0,58	4,15	5,87	9,61	5,74	1,66	1,71	1,28	0,63
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	1,56	1,32	0,44	0,34	0,33	0,00	0,17	0,05	0,06	0,04
26	ПАТ «Київенерго»	2,86	3,76	-2,58	4,54	0,50	-0,38	-0,03	0,82	1,78	-1,33

*Джерело: Розраховано автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр

Таблиця Н.2. Фактичне значення коефіцієнта покриття виплат по позиковому капіталу (DPCR) ЕКУ у 2006-2015 роках*

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	10,01	16,29	12,30	9,59	6,47	0,44	-0,34	0,86	н/д	н/д
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	-	4,88	0,44	0,22	0,27	1,04	4,52	3,39	н/д	н/д
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	4,47	5,63	42,92	66,60	-	-	-	0,60	0,55	17,48
4	ПАТ «Волиньобленерго»	3,23	1,20	0,87	0,27	0,38	0,39	0,45	3,32	144,53	1,34
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	0,86	-	-	-	-	0,82	0,47	0,14	0,14	0,01
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	-22,63	-5,53	5,09	-	-	-	42,98	143,15	-14,18	-545,45
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	12,40	1,42	0,12	1,74	0,24	0,50	4,93	2,19	15,01	8,27
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	0,87	0,29	0,03	0,95	0,44	0,32	0,55	1,11	2,48	28,78
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	0,27	0,12	0,30	-	0,18	0,72	0,34	0,47	0,23	0,40
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	12,60	2,27	0,52	0,28	0,23	6787,04	-	1,91	0,68	1,00
11	ПАТ «Львівобленерго»	1,80	0,15	0,28	0,24	0,18	1,27	0,40	0,39	0,41	0,75
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	-2,18	8,38	3,68	0,80	0,40	0,65	0,68	0,76	0,57	0,57
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	1,88	2,46	10,71	-	2,89	0,43	0,70	0,33	0,53	0,66
14	ПАТ «Київобленерго»	0,18	0,03	0,02	-	0,01	0,06	0,05	0,06	0,49	2,37
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	1,56	1,91	1,11	6,60	0,75	2,39	2,52	3,81	1,79	4,06
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	0,39	0,58	0,45	0,37	0,16	0,51	-	-	-	-
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	63,12	0,01	0,09	-	0,02	0,12	0,01	0,08	0,69	0,77
18	ПАТ «Сумиобленерго»	1,44	0,36	0,79	1,52	-	6,26	-	-	-	-
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	2,01	1,35	0,92	1,02	0,76	0,71	0,43	0,83	0,59	1,24
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	7,96	-	-	-	-	-	-	-	-	-
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	2,45	1,23	1,62	2,30	1,07	0,51	1,23	0,32	-0,45	0,04
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	0,81	1,53	1,65	0,69	0,79	0,45	0,37	0,60	4,31	0,95
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	2,57	1,86	1,00	0,61	1,45	41,45	-	20,42	-	164,83
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	1,22	2,98	5,08	2,92	2,11	3,94	0,87	2,26	3,47	12,88
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	1,72	0,16	0,17	0,19	0,20	0,91	-	8,40	2815,65	-
26	ПАТ «Київенерго»	1,60	0,65	-0,65	0,81	1,66	-5,30	4,91	53,62	1,34	-80,47

*Джерело: Розраховано автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]

ДОДАТОК П «Фактичне значення коефіцієнта зносу основних засобів ЕКУ у 2006-2015 рр»*

№	Назва корпорації	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
1	ПАТ «ДТЕК Крименерго»	0,68	0,69	0,67	0,66	0,67	0,64	0,10	0,21	0,28	н/д
2	ПАТ «ЕК Севастопольенерго»	0,49	0,53	0,53	0,55	0,51	0,54	0,80	0,80	0,78	н/д
3	ПАТ «Вінницяобленерго»	0,54	0,55	0,55	0,54	0,49	0,48	0,49	0,48	0,48	0,49
4	ПАТ «Волиньобленерго»	0,63	0,71	0,71	0,72	0,73	0,89	0,89	0,87	0,87	0,87
5	ПАТ «ДТЕК Дніпрообленерго»	0,81	0,60	0,59	0,61	0,59	0,98	0,26	0,33	0,41	0,18
6	ПАТ «ДТЕК Донецькобленерго»	0,61	0,60	0,55	0,52	0,51	0,49	0,26	0,38	0,43	0,71
7	ВАТ «ЕК «Житомиробленерго»	0,60	0,75	0,76	0,76	0,75	0,75	0,48	0,44	0,45	0,46
8	ВАТ «Запоріжжяобленерго»	0,60	0,59	0,59	0,72	0,72	0,74	0,73	0,74	0,76	0,74
9	ПАТ «Прикарпаттяобленерго»	0,83	0,66	0,61	0,59	0,69	0,68	0,67	0,66	0,66	0,67
10	ВАТ «Кіровоградобленерго»	0,78	0,78	0,78	0,77	0,76	0,44	0,32	0,38	0,41	0,46
11	ПАТ «Львівобленерго»	0,79	0,79	0,76	0,74	0,73	0,68	0,63	0,09	0,17	0,24
12	ПАТ «Миколаївобленерго»	0,75	0,74	0,64	0,51	0,51	0,51	0,49	0,51	0,52	0,55
13	ПАТ «Закарпаттяобленерго»	0,57	0,58	0,55	0,52	0,53	0,53	0,52	0,50	0,43	0,38
14	ПАТ «Київобленерго»	0,60	0,60	0,57	н/д	0,57	0,56	0,50	0,48	0,51	0,53
15	ПАТ «ЕК Одесаобленерго»	0,51	0,51	0,48	0,49	0,49	0,49	0,51	0,56	0,58	0,61
16	ПАТ «Полтаваобленерго»	0,78	0,78	0,76	0,70	0,70	0,72	0,73	0,67	0,69	0,70
17	ПАТ «Рівнеобленерго»	0,57	0,57	0,56	н/д	0,58	0,58	0,57	0,57	0,59	0,60
18	ПАТ «Сумиобленерго»	0,87	0,88	0,86	0,86	0,85	0,85	-	-	-	-
19	ВАТ «Тернопільобленерго»	0,76	0,75	0,43	0,45	0,47	0,48	0,50	0,60	0,60	0,61
20	ВАТ АК «Харківобленерго»	0,59	0,74	0,75	0,75	0,74	0,75	0,15	0,22	0,25	0,23
21	ПАТ «ЕК Херсонобленерго»	0,65	0,65	0,66	0,66	0,64	0,65	0,61	0,84	0,85	0,85
22	ПАТ «Хмельницькобленерго»	0,79	0,78	0,77	0,76	0,74	0,75	0,74	0,99	0,99	1,00
23	ПАТ «Черкасиобленерго»	0,55	0,54	0,52	0,53	0,54	0,59	0,61	0,61	0,60	0,63
24	ПАТ «ЕК Чернівціобленерго»	0,64	0,64	0,59	0,56	0,56	0,57	-	-	-	-
25	ПАТ «Чернігівобленерго»	0,64	0,64	0,63	0,62	0,62	0,65	0,57	0,53	0,52	0,58
26	ПАТ «Київенерго»	0,47	0,48	0,49	0,58	0,51	0,57	0,08	0,13	0,17	0,06

*Джерело: Розраховано автором на основі фінансової звітності ЕКУ за 2006-2015 рр [126-151]



УКРАЇНА

ЧЕРНІВЕЦЬКА ОБЛАСНА ДЕРЖАВНА АДМІНІСТРАЦІЯ

ДЕПАРТАМЕНТ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ

вул. М. Грушевського, 1, м. Чернівці, 58010, тел./факс: (0372) 55-32-53, тел. 55-31-66

E-mail: uek_cv@ukr.net Код ЄДРПОУ 39355817

05.12 2016 № 01/1086

**ДОВІДКА ПРО ВПРОВАДЖЕННЯ
РЕЗУЛЬТАТІВ ДИСЕРТАЦІЙНОЇ РОБОТИ**

Семенюка Віталія Олександровича

**на тему: «Фінансова реструктуризація енергопостачальних корпорацій
України як спосіб підвищення їх ефективності»**

Довідка видана про те, що пропозиції Семенюка В.О. щодо наявних можливостей проведення фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України, модернізації та реконструкції діючих підстанцій та ліній електропередач Чернівецької області, які дозволять досягти зниження втрат електроенергії, підвищення надійності передачі та постачання електроенергії споживачів Чернівецької області, підвищення ефективності функціонування регіональної енергопостачальної корпорації знайшли своє відображення у «Стратегії розвитку Чернівецької області на період до 2020 року» і мають високу науково-практичну цінність.

**Директор Департаменту
економічного розвитку
обласної державної адміністрації**



І.Сідляр



МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ЧЕРНІВЕЦЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ЮРІЯ ФЕДЬКОВИЧА

58002, м. Чернівці, вул. М. Коцюбинського, 2, тел. (0372) 584810, 584811, факс (0372) 552914, e-mail: rector@chnu.edu.ua

06.12.2016 № 15/15-3520

На № _____

ДОВІДКА

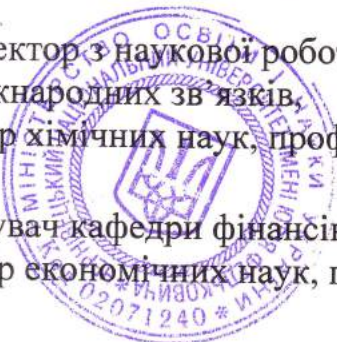
про впровадження у навчальний процес результатів дисертаційної роботи
асистента кафедри фінансів і кредиту
Чернівецького національного університету імені Юрія Федьковича
Семенюка Віталія Олександровича

Результати науково-дослідної роботи асистента кафедри фінансів і кредиту Семенюка В.О. за темою дисертації «Фінансова реструктуризація енергопостачальних корпорацій України як спосіб підвищення їх ефективності» на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук були впроваджені у навчальний процес під час викладання таких навчальних дисциплін як «Фінансовий менеджмент», «Управління фінансовою санацією підприємств», «Інвестування». Основні результати наукового дослідження стосуються:

- обґрунтування концептуальних підходів до визначення сутності фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій в контексті підвищення ефективності їх функціонування;
- вдосконалення методичного інструментарію фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій;
- розробки напрямків підвищення ефективності функціонування енергопостачальних корпорацій на основі методів фінансової реструктуризації.

Проректор з наукової роботи
та міжнародних зв'язків,
доктор хімічних наук, професор

Завідувач кафедри фінансів і кредиту
доктор економічних наук, професор



П.М. Фочук

П.О. Нікіфоров



ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО
«РІВНЕОБЛЕНЕРГО»

33013, м. Рівне,
вул. Князя Володимира, 71
тел. : (+380 362) 694-298
факс: (+380 362) 694-211, 694-247
E-mail: INFO@ROE.VSEI.UA

Р/рахунок 26001301879704 Філія-РОУ АТ «Ощадбанк» МФО 333368 код ЄДРПОУ 05424874

Вих. № 22-17 / 4034
від «16» 12 2016р.

ДОВІДКА

**про впровадження результатів дисертаційної роботи
Семенюка Віталія Олександровича
на тему: «Фінансова реструктуризація енергопостачальних корпорацій
України як спосіб підвищення їх ефективності»**

Дисертаційна робота аспіранта кафедри фінансів і кредиту Семенюка В.О. за темою: «Фінансова реструктуризація енергопостачальних корпорацій України як спосіб підвищення їх ефективності» має практичну цінність для ПАТ «Рівнеобленерго».

Пропозиції Семенюка В.О., які стосуються методики визначення оптимальної структури капіталу за критерієм мінімізації витрат на капітал енергопостачальних корпорацій України, в частині розрахунку середньозваженої ставки витрат на капітал та її моделювання з урахуванням різних варіантів структури капіталу, використовуються ПАТ «Рівнеобленерго» в процесі проведення фінансової реструктуризації на основі оптимізації структури капіталу. Практичне впровадження мають пропоновані методичні положення, в яких обґрунтовано можливості використання економічної доданої вартості EVA в якості критерію створення (поглинання) вартості корпорацією за період. Високу практичну цінність має також прикладний інструментарій фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України.

**Фінансовий директор
ПАТ «Рівнеобленерго»**



Р.Л. Помадовський