

Тому, з огляду на означені вади коефіцієнтного аналізу, для аналітичної оцінки фінансово-економічної діяльності банківської установи необхідно використовувати модель, яка б дозволила об'єднати декілька показників, в результаті чого отримують одне число (інтегральну оцінку). Такою моделлю може бути динамічна нормативно-індексна модель [5], побудована за допомогою методів непараметричної статистики. На користь доцільності практичного застосування цієї моделі свідчить те, що методи непараметричної статистики все частіше використовуються в економічних дослідженнях, зокрема для аналізу фінансового стану підприємства за даними звітності, визначення фінансової стійкості банку, аналізу ліквідності та платоспроможності банку і банківської системи в цілому, оцінювання ризикованості та соціально-економічної ефективності банківської установи.

Список використаних джерел

1. Буряк А.В. Особливості визначення ефективної діяльності банку / А.В. Буряк // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики: зб. наук. праць. Вип. 1(8) / 2010. Частина II. – Харків, 2010. – С. 41–46.
2. Основні показники діяльності банків України [Електрон. ресурс] – Режим доступу: <http://bank.gov.ua>
3. Доходи та витрати банків України [Електрон. ресурс] – Режим доступу: <http://bank.gov.ua>.
4. Гладких Д. Основні складові доходів і витрат українських банків / Д. Гладких // Вісник НБУ. – 2012. – №5. – С. 40–45.
5. Лисенок О.В. Динамічна модель оцінки соціально-економічної ефективності банківської діяльності / О. В. Лисенок // Соціальні, економічні та фінансові проблеми в умовах глобалізації / Міжнарод. – практ. конф., 7 березня 2014 р., м. Сімферополь: тези доп. – Сімферополь: HO Economics, 2014. – С. 114–117.

Р.І. ЗАВОРОТНІЙ,
к.е.н., докторант, доцент кафедри фінансів підприємств, Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана,
А.О. СИГАЙОВ,
д.е.н., професор, Національний технічний університет України «Київський політехнічний інститут»

Проблеми вартісно-орієнтованого управління у нафтопереробному секторі України

Статтю присвячено проблемам впровадження концепції вартісно-орієнтованого управління діяльністю вітчизняних підприємств. Зокрема, на прикладі нафтопереробних підприємств автор розглядає проблеми фінансового вартісно-орієнтованого управління та надає відповідні методичні рекомендації з його удосконалення.

Ключові слова: стратегічне фінансове вартісно-орієнтоване управління, грошова додана вартість, загальна доходність акціонерів, середньозважена вартість капіталу, Z-коефіцієнт фінансового стану, β -коефіцієнт ризиковості, ексцес функції.

Р.И. ЗАВОРОТНИЙ,
к.э.н., докторант кафедры корпоративных финансов и контроллинга,
Киевский национальный экономический университет им. Вадима Гетьмана,
А. А. СИГАЙОВ,
д.э.н., профессор, Национальный технический университет Украины «Киевский политехнический институт»

Проблемы стоимостно-ориентированного управления в нефтеперерабатывающем секторе Украины

Статья посвящена проблемам внедрения концепции стоимостно-ориентированного управления деятельностью отечественных предприятий. В частности, на примере нефтеперерабатывающих предприятий автор рассматривает проблемы финансового стоимостно-ориентированного управления и приводит соответствующие методические рекомендации по его усовершенствованию.

Ключевые слова: стратегическое финансовое стоимостно-ориентированное управление, денежная добавленная стоимость, общая доходность акционеров, средневзвешенная стоимость капитала, Z-коэффициент финансового состояния, β -коэффициент рисковости, эксцесс функции.

R.I. ZAVOROTNIY,
PhD. (Econ. Sci.), doctoral student of department of corporate finance and controlling,
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman,
A. A. SIGAYOV,
D.Sc., professor, National Technical University of Ukraine «Kyiv Polytechnic Institute»

Problems of value-oriented management refinery sector in Ukraine problems of the value-based management of the oil refineries of Ukraine

Offered article is devoted to problems of implementation of the «value-based management» concept into activity of the domestic enterprises. In particular, on the example of the oil refineries the author considers problems of the financial value-based management and offers some methodical recommendations for its improvement.

Keywords: strategic financial value-based management, cash value added, total shareholders' return, weighted average cost of the capital, Z-score, β -ratio, function excess.

Постановка проблеми. Глобальна економічна криза спонукає вітчизняні підприємства до мобілізації всіх ресурсів задля відновлення конкуренто- і платоспроможності. Оскільки відповідно до канонів політекономії капітал ви-

ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

ступає основним фактором виробництва, ефективна мобілізація цього бізнес-ресурсу неможлива без моніторингу ринкової вартості підприємства як об'єкту інвестування. Максимізація такої вартості підвищує обсяги й доступність інвестиційних ресурсів для підприємства, становить основну мету системи вартісно-орієнтованого управління (з англ. value-based management, VBM) та характеризує актуальність представленої дослідження.

Аналіз досліджень та публікацій з проблеми. Проблемам оцінювання впливу фінансового управління на інвестиційну (ринкову) вартість підприємства присвячені праці А. Дамодарана [1], М. Вайсенрідера [2], С. Майєрса [3], Д. Волкова, І. Івашківської, Т. Момот [4], О. Єськова та ін. Разом з тим приведеними авторами не досліджено характер впливу зміни ефективності управління кризовими підприємствами (якими нині є всі вітчизняні нафтопереробні підприємства) на їхню ринкову вартість.

Метою статті виступає узагальнення найбільш питомих проблем впровадження концепції VBM у діяльність українських нафтопереробних підприємств та можливих шляхів їх вирішення.

Виклад основного матеріалу. У межах дисертаційного дослідження системи стратегічного фінансового управління вартістю у вітчизняному нафтопереробному секторі нами було узагальнено ряд висновків, що пропонується далі. Саму систему нами охарактеризовано як процес, що охоплює розробку й прийняття на вищому організаційному рівні загального середньо- та довгострокового плану з управління фінансовими ресурсами задля досягнення запланованого рівня вартості зрілого підприємства (або його окремих стратегічних господарських одиниць), проміжний контроль результатів реалізації планових заходів та їх своєчасну корекцію відповідно до економічних реалій.

Ефективність такої системи фінансового управління було запропоновано оцінювати на основі сукупності стратегічних фінансових показників господарського зростання (з англ. development-oriented financial indicators, DOFIN). Склад сукупності сформований на основі концепції ланцюга створення вартості М. Скотта (з англ. value chain creation) [5, с. 145–146] і охоплює більшість елементів ланцюга (від закупівель до продажу, також людські ресурси, НДДКР та ін.). Отже, за всеохоплюваністю, простотою обчислення, об'єктивністю та низкою інших критеріїв нами було сформовано такий склад DOFIN:

– коефіцієнт загальної доходності акціонерів (TSR), що орієнтований на інвесторів та враховує якість корпоративного управління як основу інвестиційної привабливості підприємства;

– Z-коефіцієнт Альтмана (або за версією моделі О. Терещенка [6]), що є найбільш загальним індикатором фінансового стану підприємства;

– P/S як зручний коефіцієнт порівняльної оцінки для визначення недооціненості (переоціненості) вартості підприємства ринком. Застосовується при оцінці ринкової вартості підприємства; є неосновним, допоміжним елементом DOFIN;

– обсяг генерованої у звітному періоді грошової доданої вартості (CVA), що на відміну від показника економічної доданої вартості ураховує суму економічної амортизації. Визначається за формулою (версія Boston Consulting Group) [2]:

$$CVA = CFI - BI * WACC = (EBI + A - EA) - BI * WACC = (EBI + A - \frac{OZ_a * WACC}{(1 + WACC)^n} - BI * WACC$$

(де CFI – чистий грошовий потік до відсоткових платежів, A – амортизація, EA – економічна амортизація, BI – валові інвестиції, WACC – середньозважена вартість капіталу, EBI – чистий операційний прибуток, n – середній строк експлуатації основних засобів підприємства, OZ_a – первісна вартість амортизованих необоротних активів);

– окремим драйвером CVA виступає розмір середньозваженої вартості капіталу (WACC), що є зручним фінансовим інструментом системи VBM.

У роботі нами розглядалася сутність WACC не лише з погляду капіталодавців, а також з позиції керівництва підприємства – як середньозважена норма витрат, фактично спрямованих у звітному періоді на обслуговування сукупних фінансових джерел. Іншими словами, нами було зіставлено два розміри WACC в одному й тому ж періоді: 1) визначений на основі моделі оцінки капітальних активів (CAPM) ринковий розмір WACC як найбільш імовірна вартість ресурсів, що можуть бути залучені підприємством на вільному фінансовому ринку, і 2) бухгалтерський розмір WACC, що визначається на основі фактично понесених у звітному періоді імпліцитних й експліцитних витрат за користування фінансовими джерелами (визначається на основі стейкхолдерської концепції). При зіставленні таких розмірів WACC визнача-

Таблиця 1. Оцінка ефективності фінансового менеджменту з критерієм вартості капіталу

№	Підприємства	2011		2012		2013	
		ринковий розмір WACC, %	бухгалт. розмір WACC, %	ринковий розмір WACC, %	бухгалт. розмір WACC, %	ринковий розмір WACC, %	бухгалт. розмір WACC, %
1	2	3	4	5	6	7	8
1	ПрАТ «Херсонський нафтопереробний завод»	4,18	0,63	3,43	0,63	1,3	0
2	ПАТ «Лисичанськнафтопродукт»	5,4	0	4,85	0	2,25	0
3	ПАТ «ТФПК «Укртатнафта»	6,88	1,56	2,12	1,56	1,9	0,44
4	ПАТ «Одеський нафтопереробний завод»	15,44	3,67	10,24	3,67	16,85	1,29
5	ПАТ «Азовські мастила і оливи»	7,7	7,33	5,44	7,33	–	–
6	ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття»	0,32	0	0,18	0	0,09	0
7	ПАТ «Нафтопереробний комплекс – Галичина»	1	0	6,27	0	4,54	2,6

ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

лася економія (або перевитрати) підприємств на фінансових ресурсах.

У табл. 1 співставлено вказані розміри WACC.

У табл. 1 засвідчено нульову фактичну ціну власних фінансових ресурсів окремих досліджуваних підприємств. Натомість, А.К. Солодов [7], як і більшість інших авторів, наголошує на практичній відсутності в будь-якого підприємства безкоштовних джерел фінансування. Однак стосовно до бухгалтерського розміру ціни окремих фінансових джерел вітчизняних нафтопереробних підприємств дія цього правила обмежується з таких причин:

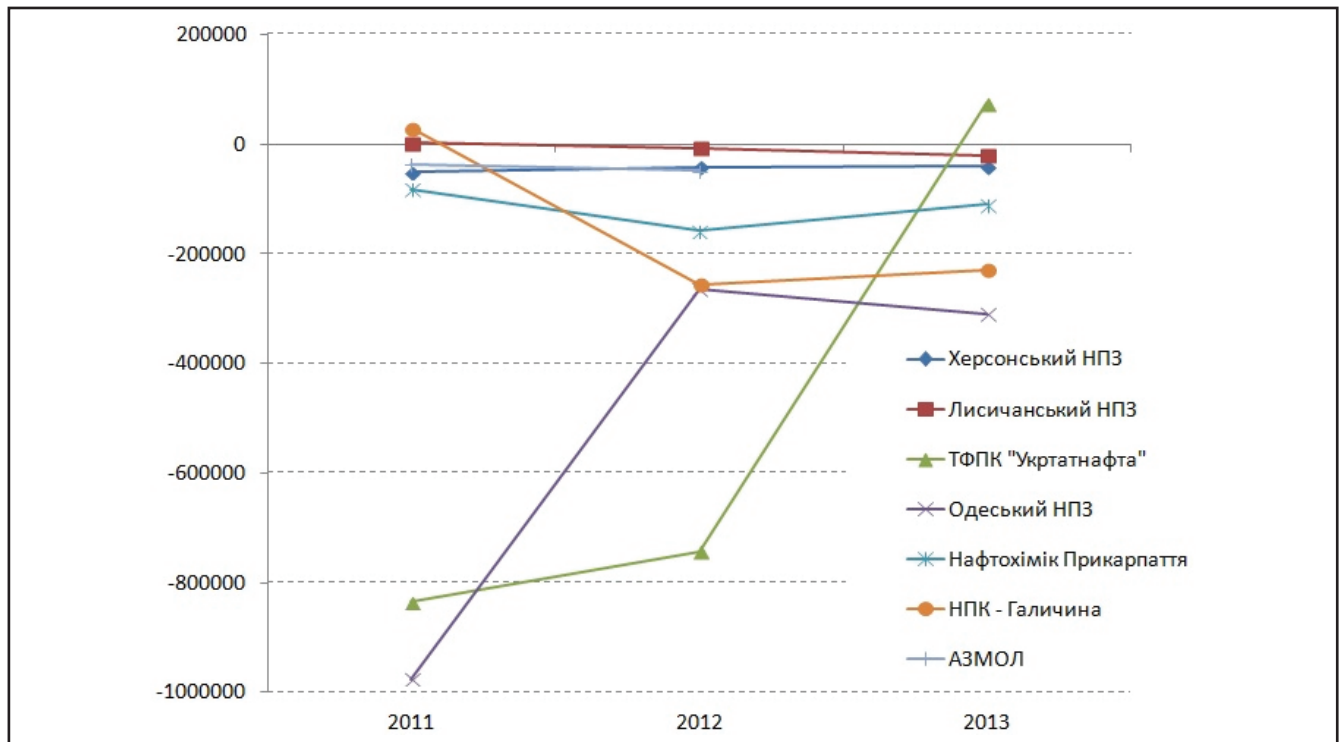
- за ціною власного капіталу: з усіх семи НПЗ України протягом 2011–2013 років функціонував лише Кременчуцький НПЗ (ПАТ «ТФПК «Укртатнафта») з максимальним по сектору ступенем завантаженості – менше 15% від проектного рівня, решта підприємств переважно простоювала (так, виробництво на Херсонському НПЗ припинене з 2006 року, на Дрогобицькому і Надвірнянському НПЗ – з 2011 року [8, с. 82] і понині). Це визначило стабільну збитковість підприємств і цілковиту відсутність дивідендних виплат. До того ж А.П. Солодов характеризує незадіяну в операційному циклі частину власного капіталу як ресурс з нульовою вартістю [7], а отже власний капітал, уречевлений в основних і оборотних виробничих активах простоюючих підприємств, підпадає під вказану характеристику. На думку фахівців, неявно виражену, або альтернативну вартість власного капіталу визначають обсяги реінвестованого прибутку [7, 8], проте за умови збитковості нафтопереробних підприємств їх частка також дорівнювала 0;

- за ціною позикового капіталу: кризовий фінансовий стан нафтопереробних підприємств обумовив превалювання безкоштовних ресурсів у складі позикових коштів, зокрема кредиторської заборгованості (у 2012 році ПАТ «АЗМОЛ»

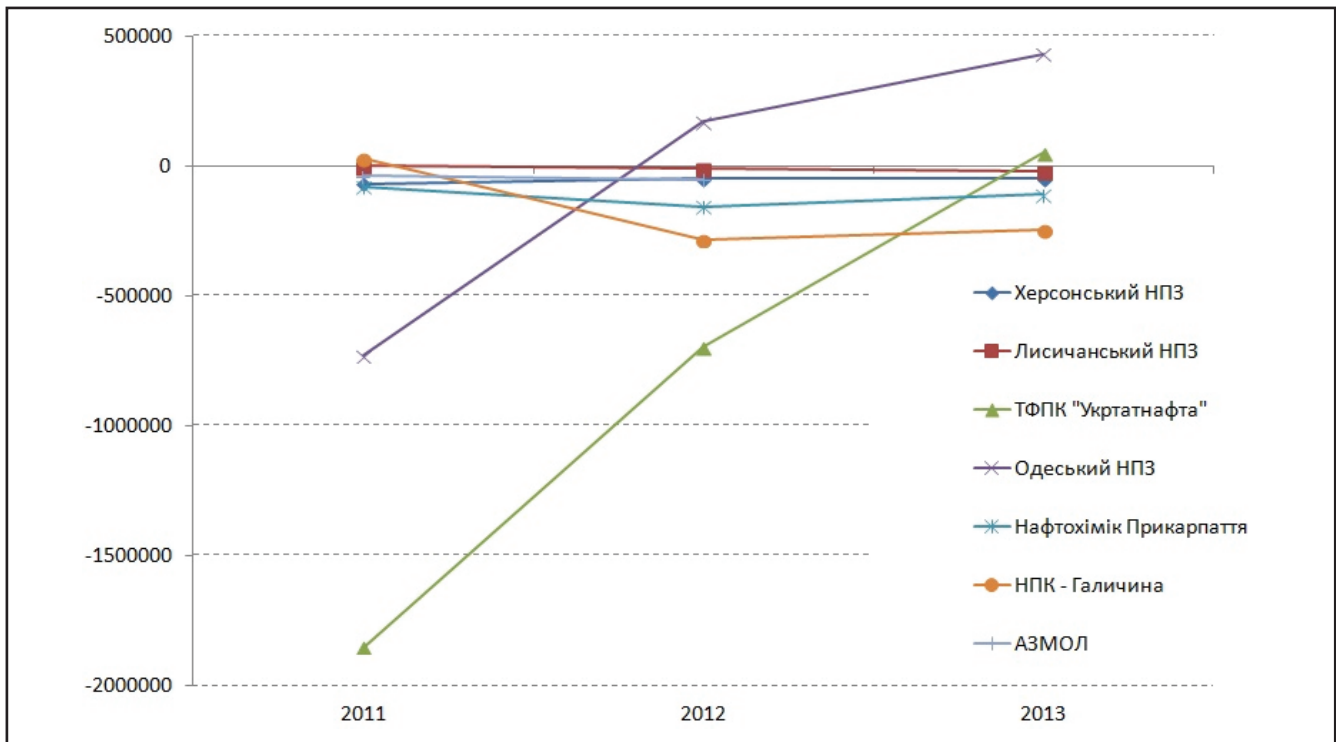
- 39,8%, ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття» – 96,4%, ПАТ «Нафтопереробний комплекс – Галичина» – 52,6%, ПАТ «ТФПК «Укртатнафта» – 84,4% і ПрАТ «Херсонський нафтопереробний завод» – 42%). Оскільки в середньому 80–90% такої заборгованості становлять короткострокові зобов'язання, загроза порушення фінансової рівноваги і перманентних виробничих простоїв є одним із найбільш питомих факторів мінімізації виручки і, як наслідок, чистих джерел нарощення вартості підприємств. Перешкоди у фінансуванні підприємств на відкритому фінансовому ринку часто були пов'язані з їх непрозорою господарською діяльністю та повсякчасними позовами щодо банкрутства (так, позови щодо банкрутства було порушено щодо ПАТ «ТФПК «Укртатнафта» – у 2009 і 2013 роках, щодо ПАТ «Азовські мастила і оливи» – у 2014 році, з весни 2014 року накладено арешт на майно ПАТ «Одеський НПЗ», восени 2013 році виробничі цехи ПАТ «Лисичанськнафтопродукт» законсервовані).

Узагальнюючи вказане, слід наголосити на фактичній, підчас вимушеній, економії підприємств на вартості фінансових ресурсів (табл. 1).

Щоб визначити ступінь впливу такої економії на розмір генерованого підприємствами CVA на основі ринкового розміру WACC, у формулу визначення CVA нами пропонується внести певні коригування. Якщо у фахових публікаціях CVA визначається через WACC, обчислену на базі CAPM, зазвичай автори не роблять жодних коригувань у фактичних фінансових показниках. На нашу думку, це є некоректним, адже додавання в розрахунок CVA ринкового розміру WACC вимагає приведення фактичних (бухгалтерських) фінансових витрат з обслуговування наявного капіталу до його ринкової ціни. Зокрема, при обчисленні показника чистого операційного прибутку (ЕВІ) зі складу CVA: 1) фактично понесені



а) динаміка генерованої грошової доданої вартості за фактичного (бухгалтерського) розміру WACC підприємств у 2011–2013 роках, тис. грн.



б) динаміка генерованої грошової доданої вартості за ринкового розміру WACC підприємств у 2011–2013 роках, тис. грн.
Динаміка грошової доданої вартості нафтопереробних підприємств України у 2011–2013 роках, тис. грн.

фінансові витрати мають бути відкориговані на коефіцієнт $\frac{\text{ринкова ціна позикових коштів}}{\text{бухгалтерська ціна позикових коштів}}$; 2) коригуванню на зміну обсягу фінансових витрат підлягає сума податку на прибуток; 3) має бути змінено фінансовий результат підприємства після оподаткування.

Оскільки розрахунок EBI, адаптованого до ринкової вартості капіталу підприємства, є технічно громіздким, пропонуємо наступний, спрощений алгоритм його визначення: 1) розділити складові EBI на дві групи грошових потоків: перша – ті, що залежать від зміни ціни фінансових ресурсів (прибуток, фінансові витрати, сума податку на прибуток), і друга – ті, що від неї не залежать (результат від неопераційної діяльності, амортизація); 2) EBI, відкоригована на ринкову ціну позикових коштів, визначатиметься:

$$EBI' = [\text{група 1} + 2t * \text{фінансові витрати} * (k-1)] + \text{група 2} = EBI + 2t * \text{фінансові витрати} * (k-1)$$

(де k – коефіцієнт $\frac{\text{ринкова ціна позикових коштів}}{\text{бухгалтерська ціна позикових коштів}}$, t – чинна ставка податку на прибуток).

Після включення визначеного EBI та ринкового розміру WACC до формули за версією BSG, можна визначити відповідний обсяг CVA. Динаміка CVA на основі ринкового та бухгалтерського розмірів WACC нафто переробних підприємств унаочнена на рисунку.

Як свідчить рисунок, переважна від'ємність фактичних обсягів CVA обумовлена стійкою кризою вітчизняного ринку нафти та кількарічними виробничими простоями. Згідно з рис. 1 найбільші щорічні відхилення грошової доданої вартості за різними розмірами WACC мали місце у ПАТ «ТФПК «Укртатнафта»» і ПАТ «Одеський НПЗ». З-поміж усієї вибірки умови розвитку саме цих двох підприємств були найбільш атиповими з причин масштабного застосування схем трансфертного ціноутворення із пов'язаними господарськи-

ми структурами та незаконних операцій з розмитнення сировини й оптимізації оподаткування. Врешті-решт, у 2014 році це проявилось в арешті майнового комплексу ПАТ «Одеський НПЗ», а також затверджених у 2014 роках змінах до законодавства щодо обов'язкового продажу на відкритих аукціонах видобутої ПАТ «Укрнафта» як єдиного постачальника сировини для ПАТ «ТФПК «Укртатнафта»» і мінімізації контролю над ПАТ «Укрнафта» з боку спільної фінансово-промислової групи – «Приват».

У цілому рисунок свідчить про загальну ефективність фінансового менеджменту на вітчизняних нафтопереробних підприємствах з позиції грошової доданої вартості, адже внаслідок вимушеної економії на вартості фінансових джерел у 80 відсотках випадків темпи падіння (приросту) такої вартості при фактично понесених витратах з обслуговування капіталу були нижчими (вищими) за аналогічні обсяги CVA при ринковому розмірі WACC. Стабільно менші щорічні обсяги CVA при фактичному розмірі WACC мали місце лише у ПАТ «Одеський НПЗ», а також у діяльності ПАТ «ТФПК «Укртатнафта»» за результатами 2012 року, основні причини чого вказано вище.

Вагомим драйвером зростання CVA ПАТ «Одеський НПЗ» і ПАТ «ТФПК «Укртатнафта»» виявилися аномально високі фактичні обсяги понесених фінансових витрат, які будучи відкоригованими на коефіцієнт $\frac{\text{ринкова ціна позикових коштів}}{\text{фактична ціна позикових коштів}}$ зросли ще в кілька разів і суттєво збільшили обсяг EBI. Водночас обсяг капіталовитрат як доданок $BI * WACC$ виявився більш питомим фактором динаміки CVA і підштовхнув результативний обсяг до зниження. Найвищі по вибірці обсяги фінансових витрат ПАТ «Одеський НПЗ» як інструмент мінімізації бази оподаткування унаочнює табл. 2, адже у 2012–2013 роках фінансові витрати підприємства займали майже половину усіх понесених господарських витрат. Слід зауважи-

ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

Таблиця 2. Вага фінансових витрат у сукупних витратах підприємств у 2011–2013 роках, %

Роки	Херсонський НПЗ	Лисичанськ-нафтопродукт	ТФПК «Укртатнафта»	Одеський НПЗ	Нафтохімік Прикарпаття	НПК – Галичина	АЗМОЛ
1	2	3	4	5	6	7	8
2011	15,7	0	0,3	1,7	0	2,9	12,6
2012	8,9	0	0,3	45,0	0	0,3	14,3
2013	0***	0**	0,4	43,1	0*	1,4	Н/д

* Декларовані у «Звіті про прибутки і збитки» підприємством фінансові витрати, питомою вагою у 5,3% загальних витрат, є фіктивними, адже не підтверджені ані у «Звіті про майно», ані в «Інформації про зобов'язання емітента».

** Декларовані у «Звіті про прибутки і збитки» підприємством фінансові витрати, питомою вагою у 7,9% загальних витрат, є фіктивними, адже не підтверджені ані у «Звіті про майно», ані в «Інформації про зобов'язання емітента».

*** Нульова бухгалтерська вартість фінансових ресурсів у розрахунках CVA пов'язана з короткостроковим кредитуванням підприємства (2 місяці) усередині звітного періоду, що відповідає мізерній річній вартості відсоткових позик підприємства:

Ціна позик = Виплати / Середньорічний обсяг позики = 2914 : 56762 * $\frac{2}{12}$ = 0,009 або 0,9%.

При подальшій підстановці у розрахунки це обумовить значення WACC → 0.

ти, що при перевірці результатів обчислення бухгалтерського розміру WACC (табл. 1) обов'язково слід зіставити отримані значення з питомою вагою фактично понесених фінансових витрат, що містяться у «Звіті про прибутки і збитки» підприємства: відображена у табл. 2 на основі таких звітів, відмінна від 0, ціна позикових ресурсів не може відповідати нульовому бухгалтерському розміру WACC підприємства (табл. 1). У протилежному випадку існує висока імовірність вдавання підприємства до викривлень фінансової звітності з незаконною метою, що вимагає відповідних коригувань.

Триразово менші за ринкову норму щорічні бухгалтерські значення вартості відсоткових позик (5,06% проти 18,19%) та розміру WACC (3,67% проти 10,24%) у 2012 році обумовили на 179758,3 тис. грн. нижчу суму EBI ПАТ «Одеський НПЗ» і обсяг CVA – нижчий на 246656,8 тис. грн. – порівняно до значень цих показників, приведених до ринкового розміру ціни капіталу (див. рис.). Зростання CVA, обчисленого за ринковим розміром WACC, також обумовлено прирощенням за рахунок вартості, генерованої через використання безвідсоткових позик (від'ємного доданку BI * WACC), на 176194,7 тис. грн. (табл. 1). Подібні порівняно нижчі значення CVA ПАТ «Одеський НПЗ» за бухгалтерського розміру його WACC у 2011–2013 роках свідчать не на користь фактично проваджуваної фінансової політики підприємства. Натомість, різниця між CVA за бухгалтерського і ринкового розмірів WACC у ПАТ «ТФПК «Укртатнафта» за результатами 2011 року (див. рис.) пояснюється найвищим по вибірці обсягом валових інвестицій підприємства у розмірі 19,5 млрд. грн., що за 4,5-разово меншого бухгалтерського розміру WACC обумовить суттєво менший обсяг капіталовитрат (BI * WACC).

Оскільки вітчизняні нафтопереробні підприємства характеризуються кризовим фінансовим станом, щорічні додаткові витрати на залучення зовнішніх оцінювачів для визначення ринкового розміру WACC є недоцільними. У цьому контексті в нашому дослідженні обґрунтовано недоцільність щорічної переоцінки Я-коефіцієнта (як елемента WACC) емітента, представленого на фінансовому ринку із низькою волатильністю рівня безризикової ставки. За критерій низької волатильності нами прийнято значення ексцесу функції від щорічної динаміки безризикової ставки (табл. 3).

За своєю економічною сутністю ексцес функції характеризує ступінь згладженості розподілу даних: позитивне значення ексцесу вибірки за даними українського ринку відображає порівняно гострокінечний розподіл, від'ємне – за даними ринку США – порівняно згладжений розподіл. Зокрема, саме стабільність, згладженість розвитку американського фондового ринку дала змогу А. Дамодарану узагальнити Я-коефіцієнти підприємств різних секторів економіки [9].

На жаль, волатильність українського ринку обумовлює суттєві коливання значень β підприємств на різних етапах макроекономічного циклу. Зокрема, оцінка β ПАТ «Лукойл-Одеський нафтопереробний завод» (далі – ПАТ «Лукойл-Одеський НПЗ») фондовим методом визначила такі функції регресії: $y = 0,657x - 0,23$ за 2007–2012 роки і $y = 0,145x + 0,124$ за 2010–2012 роки. Отже, різниця в значеннях β підприємства на різних часових проміжках є суттєвою: якщо аналіз охоплює період передкризового зростання суверенного ринку (2007 рік – I пол. 2008 рік), тоді більший β на рівні 0,657 відповідатиме й порівняно вищій доходності підприємства.

Таблиця 3. Оцінювання динаміки безризикових ставок ринків США і України

Рік	Доходність трирічних урядових облігацій, %		Суверенний кредитний рейтинг Moody's		Спред дефолту, %		Безризикова ставка, %	
	США	Україна	США	Україна	США	Україна	США	Україна
1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005	3,93	7,25	Aaa/+	B1/+	0	4,50	3,93	2,75
2006	4,77	9,26	Aaa/+	Ba3/+	0	3,50	4,77	5,76
2007	4,35	6,71	Aaa/+	Ba3/+	0	3,50	4,35	3,21
2008	2,24	11,86	Aaa/-	B1/+	0,3	4,50	1,94	7,36
2009	1,43	12,21	Aaa/-	Saa1/+	0,3	7,50	1,13	4,71
2010	1,11	10,39	Aaa/-	B2/+	0,3	5,50	0,81	4,89
2011	0,75	9,42	Aaa/-	B2/-	0,3	6,00	0,45	3,42
2012	0,38	10,47	Aaa/-	B3/+	0,3	6,50	0,08	3,97
Коефіцієнт ексцесу функції							-1,936	0,421

На відміну від прикладу ПАТ «НПЗ – Галичина» оцінювання різниці в доходності ПАТ «Одеський НПЗ» порівняно з доходністю ринку в 2007–2012 роках не призведе до очевидних суперечливих за економічним змістом висновків (наприклад, висока доходність при одночасно мізерному значенні β -коефіцієнта). Проте, як і в прикладі ПАТ «НПК – Галичина», подібна оцінка буде хибною, адже охоплюватиме різні рейтингові рівні суверенного ринку (діапазон від Ва3 до Саа1).

На основі проведених досліджень автором виведено правило вибору хронологічного інтервалу вихідних даних β -показника підприємства: розмір систематичного ризику підприємства (а отже, й β -коефіцієнта) суттєво змінюється при переході на іншу стадію його життєвого циклу й залежить від стану локального фінансового ринку (його волатильності, поточного рівня розвитку, імовірності суверенного дефолту та інших факторів ринкового ризику, що в сукупності відображаються у суверенному кредитному рейтингу й розмірі безризикової ставки). Моніторинг цих двох визначальних факторів β докторантом пропонується проводити на основі ексцесу динаміки чистого доходу оцінюваного підприємства та безризикової ставки суверенного фінансового ринку. На думку фахівців, саме динаміка чистого доходу є постійнішою за динаміку прибутку й виступає зручним в аналізі показником господарського зростання (зокрема, щоквартальна динаміка продажів підприємства визначає ринковий курс його акцій і впливає на показник TSR як складову β), що й обумовило вибір автором її як аналітичної бази ексцесу відповідної функції.

Висновки

Отже, у ході дослідження вищезначених проблем управління підприємствами нами узагальнено такі окремі висновки:

1. Ефективність системи стратегічного вартісно-орієнтованого управління підприємством може вимірюватися за допомогою такої сукупності фінансових показників господарського зростання (DOFIN): TSR, Z-коефіцієнт фінансового стану, P/S (у тому числі ринкова вартість підприємства), CVA (у тому числі WACC як додатковий фінансовий інструмент VBM).

2. При оцінці ефективності фінансового менеджменту з позиції економії на вартості капіталу доцільно розрізняти бухгалтерський і ринковий розміри WACC. На їхній основі визначається обсяг CVA, генерованої у звітному періоді, причому у процесі обчислення CVA на основі ринкового розміру WACC необхідно додатково здійснити низку коригувань.

3. Мізерний, іноді нульовий, бухгалтерський розмір WACC нафтопереробних підприємств України зумовлений їхньою кількарічною збитковістю (і як наслідок, відсутністю дивідендних виплат) при майже повній відсутності залучених відсоткових позик. Разюча різниця між бухгалтерським і ринковим розмірами WACC обумовила значні розбіжності при співставленні відповідних сум генерованої CVA.

У переважної більшості підприємств фактичний обсяг генерованої грошової доданої вартості (CVA за бухгалтерським розміром WACC) був вищим за інший.

4. При обчисленні щорічного розміру WACC на основі CAPM не слід переглядати значення β -коефіцієнта, якщо ексцес попередньо визначеної безризикової ставки останніх років та ексцес щорічних обсягів чистого доходу підприємства мають від'ємні значення.

Список використаних джерел

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Пер. с англ. – 2-е изд., исправл. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 1341 с.
2. Weissenrieder F. Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added? / F. Weissenrieder // Gothenburg Studies in Financial Economics: Study No. 1997:3; Gothenburg University: Gothenburg, 1997. – [Електрон. джерело] Режим доступу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=156288
3. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – 1008 с.
4. Момот Т.В. Вартісно-орієнтоване корпоративне управління: від теорії до практичного впровадження: Монографія. – Харків: ХНАМГ, 2006. – 380 с.
5. Скотт М. Факторы стоимости: Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000. – 432 с.
6. Про затвердження Положення про порядок формування та використання банками України резервів для відшкодування можливих втрат за активними банківськими операціями // Постанова Національного банку України, №23 від 25.01.2012. – [Електрон. джерело] – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0231-12>
7. Солодов А. К. Сфера применения показателя WACC как инструмента финансовых расчетов / А. К. Солодов // Корпоративный менеджмент, 10.2013. – [Електрон. ресурс] Режим доступу: http://www.cfin.ru/management/manufact/scope_wacc.shtml
8. Заворотній Р. І. Забезпечення діяльності нафтопереробних підприємств України в умовах ринкових трансформацій // Проблеми і перспективи розвитку фінансової системи України в умовах формування нового світового фінансово-економічного порядку: матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Полтава, 1–6 жовт. 2014 р.). – Полтава: ПУЕТ, 2014. – 169 с. – С. 82. – [Електрон. джерело] Режим доступу: http://www.fin_politic.puet.edu.ua/files/mconf2014.pdf
9. Damodaran A. Investment Valuation, 2nd Edition / A. Damodaran. – [Електронне джерело] Режим доступу: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>
10. Сапронов Ю.А., Костенко Д.М. Аналіз ринку нафти в Україні / Ю.А. Сапронов, Д.М. Костенко // Проблеми економіки, №4, НДЦ Індустріальних проблем розвитку НАНУ: Київ, Україна. – 2012. – С. 56–67. – [Електрон. джерело] Режим доступу: www.problecon.com/pdf/2012/4_0/56_67.pdf