

Роман ЗАВОРОТНІЙ

ВПЛИВ ФІНАНСОВОГО СТАНУ НАФТОПЕРЕРОБНИХ ПІДПРИЄМСТВ УКРАЇНИ НА ЇХ РИНКОВУ ВАРТІСТЬ

Проаналізовано зв'язок між динамікою фінансового стану підприємства та щорічними обсягами його грошової доданої вартості з використанням трьох дискримінантних моделей оцінки фінансового стану вітчизняних нафтопереробних підприємств. Досліджено вплив фактичного і ринкового розмірів середньозваженої вартості капіталу підприємства на обсяги його грошової доданої вартості.

В сучасних умовах переорієнтації української економіки на нові ринки, нафтопереробний сектор перебуває в стані підвищеної загрози. Це зумовлено значним дефіцитом сировини, переважна частина якої постачалася з Росії. Унаслідок торгівельної війни 2014 року її імпорт припинено. Сировинну кризу також поглиблює те, що всі українські нафтопереробні заводи (далі – НПЗ) перебувають у власності локальних (не глобальних) фінансово-промислових груп, які не мають нафтовидобувних підрозділів за кордоном. Усе вищезазначене зумовлює стрімке погіршення фінансового стану означених підприємств та необхідність залучення до їх діяльності міжнародних нафтотрейдерів. Можливим варіантом такого залучення на довгостроковій основі є інвестиційна участь.

Питанню оцінювання впливу ефективності фінансового управління підприємствами на їх ринкову вартість присвячені праці Т. Коупленда, А. Дамодарана, М. Вайсенрідера, С. Майерса, Д. Волкова, І. Івашковської, Т. Момот і О. Єськова. Разом з тим, не досліджено характер впливу зміни загальної ефективності управління

кризовими підприємствами на їх ринкову вартість. Також не вивчено питання впливу вартості формування капіталу таких підприємств (як окремого індикатора їх фінансового стану) на їх ринкову вартість. Дослідження окреслених питань становить основну мету статті й, разом з тим, вимагає вирішення таких завдань:

- вивчити характер зв'язку зміни загального фінансового стану підприємства у певному часовому інтервалі та обсягу генерованої у цьому ж періоді вартості підприємства;
- розкрити зв'язок фінансового стану підприємства з фактичним і ринковим розмірами середньозваженої вартості його капіталу (далі – WACC) та вплив динаміки WACC на обсяги генерованої грошової вартості підприємства.

Нами доведено порівняно високу управлінську ефективність показника грошової доданої вартості (далі – CVA) у системі вартісно-орієнтованого управління (далі – VBM) [1; 2]. Саме тому подальше дослідження відштовхуватиметься від визнання CVA як об'єктивного і всеохоплюючого індикатора ефективності VBM. За версією Boston Consulting Group, обсяг генерованої

грошової доданої вартості визначається за формулою:

$$CVA = EBI - EA - BI * WACC =$$

$$= EBI - \frac{OZ_a * WACC}{(1 + WACC)^n - 1} - BI * WACC, \quad (1)$$

де EBI – чистий операційний грошовий потік; EA – економічна амортизація, BI – валові інвестиції; $WACC$ – середньозважена вартість капіталу (з англ. weighted average cost of the capital); n – середній строк експлуатації основних засобів підприємства; OZ_a – первісна вартість амортизованих необоротних активів.

Оскільки в наведеній формулі за ставку дисконтування приймається значення $WACC$ підприємства, на основі моделі оцінки капітальних активів (далі – $CAPM$) У. Шарпа ми попередньо визначили ринкові розміри $WACC$ вітчизняних НПЗ та порівняли їх з динамікою фактичних $WACC$, обчислених на основі бухгалтерської звітності підприємств (табл. 1).

Згідно з даними табл. 1, на переважній більшості підприємств мала місце економія вартості фінансових ресурсів. В основному, це відбувалося за рахунок тотальної відмови від розподілу дивідендів та через залучення порівняно пільгових кредитних ресурсів від банків, які належать до складу спільних з підприємствами фінансово-промислових груп.

Одним із ускладнень подальшого визначення CVA є від'ємні обсяги валових інвестицій, у результаті перевищення безвідсотковими позиками інших фінансових джерел ПАТ “ТФПК “Укртатнафта” і ПАТ “Одеський НПЗ” у 2012 р. – відповідно (-1258297) тис. грн. і (-86331) тис. грн.

Від'ємний обсяг BI характеризує атиповість умов господарського розвитку підприємства (що підтверджується взаємодією ПАТ “ТФПК “Укртатнафта” з ПАТ “Укрнафта”

Таблиця 1

Ефективність управління вартістю капіталу вітчизняних НПЗ у 2011–2013 рр., %*

| Роки | Показники | Херсонський НПЗ | Лисичанський НПЗ | ТФПК “Укртатнафта” | Одеський НПЗ | Нафтохімік Прикарпаття | НПК - Галичина | АЗМОЛ |
|------|----------------|-----------------|------------------|--------------------|--------------|------------------------|----------------|-------|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| 2011 | Фактичний WACC | 0,63 | 0 | 1,56 | 3,67 | 0 | 0 | 7,33 |
| | Ринковий WACC | 3,68 | 5,4 | 7,32 | 19,5 | 0,32 | 1 | 9 |
| | Економія WACC | 3,05 | 5,4 | 5,76 | 15,83 | 0,32 | 1 | 1,67 |
| 2012 | Фактичний WACC | 0,73 | 0 | 1,02 | 3,49 | 0 | 3,27 | 6,01 |
| | Ринковий WACC | 5,8 | 9,98 | 2,89 | 11,79 | 0,34 | 6,91 | 7,36 |
| | Економія WACC | 5,07 | 9,98 | 1,87 | 8,3 | 0,34 | 3,64 | 1,35 |
| 2013 | Фактичний WACC | 0 | 0 | 0,44 | 1,29 | 0 | 0 | н/д |
| | Ринковий WACC | 1,3 | 2,25 | 2,03 | 21,63 | 0,09 | 5,65 | н/д |
| | Економія WACC | 1,3 | 2,25 | 1,59 | 20,34 | 0,09 | 5,65 | н/д |

* Складено автором.

із масштабним застосуванням трансфертного ціноутворення [3; 4], а також накладеним навесні 2014 р. арештом на усі активи ПАТ “Одеський НПЗ” [5]). Разом з тим, від’ємним компонентом $BI*WACC$ не можна нехтувати. На нашу думку, результат множення характеризує частку грошової доданої вартості, генерованої в операційному циклі підприємства за рахунок обертання безвідсотково запозичених коштів, а отже, результат підлягає додаванню до решти елементів CVA.

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

$$= EBI - \frac{OZ_a * WACC}{(1 + WACC)^n - 1} + BI * WACC \quad (2)$$

Крім того, для оцінки впливу ринкового рівня WACC кожного підприємства на обсяг генерованого CVA пропонуємо провести таку послідовність аналітичних дій.

По-перше, згідно зі ст. 3 П(с)БО № 31 “Фінансові витрати”, у ст. 140 “Фінансові витрати” відображаються витрати, пов’язані з фінансовою діяльністю підприємства, а саме: витрати з нарахування і сплати відсотків за банківським кредитом, а також витрати на залучення позикового капіталу (у т. ч. комісійні). Іншими словами, з метою приведення обсягів фактично понесених фінансових витрат до рівня ринкової вартості позикових коштів вважаємо за необхідне помножити суму бухгалтерських витрат кожного підприємства на коефіцієнт $\frac{\text{ринкова_вартість_позикового_капіталу}}{\text{фактична_вартість_позикового_капіталу}}$.

Незначна похибка, яка при цьому виникає, може бути пов’язана лише з сумою сплачених комісійних, розмір яких визначається не кредитною ставкою, а загальним “тілом” залученої позики.

По-друге, обсяги податку на прибуток (ПП) до сплати у разі зміни обсягів фінансових витрат (унаслідок множення на коефіцієнт вартості позикових коштів) підляга-

ють коригуванню на суму, що визначається таким чином:

$$ПП_{\text{відкоригований}} = ПП_{\text{до сплати}} - \Delta \Phi B_{\text{абс.}} * t, \quad (3)$$

де t – ставка податку на прибуток; $\Delta \Phi B_{\text{абс.}}$ – абсолютна різниця між фактичним обсягом понесених фінансових витрат та сумою фінансових витрат, визначеною на основі коефіцієнта.

По-третє, на суму приросту фінансових витрат слід відкоригувати загальний фінансовий результат підприємства до оподаткування:

$$\Phi P' = \Phi P - \Delta \Phi B, \quad (4)$$

де ΦP – фінансовий результат підприємства до оподаткування; $\Delta \Phi B$ – сума приросту фінансових витрат.

По-четверте, на основі вказаних у попередніх пунктах відкоригованих обсягів фінансових витрат, загального фінансового результату до оподаткування і сплаченого податку на прибуток необхідно обчислити EBI та підставити у формулу для визначення CVA підприємства.

По-п’яте, у формулі CVA слід також замінити фактичний розмір WACC підприємства на відповідне його ринкове значення.

У табл. 2 зведемо обсяги CVA, визначені на основі фактичного і ринкового розмірів WACC нафтопереробних підприємств у 2011–2013 рр.

Як свідчать дані табл. 1 і табл. 2, фактична економія на вартості фінансових ресурсів у 85 відсотках випадків обумовила вищі обсяги CVA за її суми, що розраховані на основі ринкових розмірів WACC. Аналіз решти випадків засвідчив відсутність “економії” на CVA та аномально високі відхилення значень цього показника, визначених за фактичним і ринковим розмірами WACC. Ці 15 відсотків випадків відповідають нетиповим умовам розвитку відповідних підприємств (наприклад, щодо ПАТ “Одеський НПЗ”, – то йдеться про мінімізацію податків через наращення фінансових витрат, а також наявність фактичної WACC, що у 20 разів менша за ринкову вартість; щодо ПАТ “ТФПК “Ук-

ртатнафта”, то згідно зі “Звітом про фінансові результати за 2011 рік” спостерігаються найвищі серед вибраних підприємств обсяги валових інвестицій на рівні 20 млрд. грн.).

Наступним з'ясуємо характер зв'язку між динамікою фінансового стану оцінюваних підприємств та приростом їх CVA.

Результат оцінки фінансового стану підприємств часто має суб'єктивний характер і на додаток до того ж диктується особливостями функціонування місцевої економіки. Саме тому ми одночасно будемо застосовувати три різні методики інтегральної оцінки фінансового стану підприємств: найбільш поширена в світовій практиці – модель Альтмана [6, 584], а також дві, найбільш адаптовані до реалій української економіки, методики – так звана “модель Терещенка” [7, 269] і “модель

Подольської-Яріш” [8, 333]. Співставлення результатів методик дасть змогу усунути похибку суб'єктивності (у нашому випадку – помилку прогнозування, т. зв. forecast bias). У процесі дослідження слід також урахувати, що існують різні варіанти і трактування вказаних моделей. Зокрема, Альтманом розроблено загальний варіант інтегральної моделі прогнозування банкрутства [6, 583], а також наступний варіант моделі для підприємств, які не представлені на відкритому фінансовому ринку [6, 584]:

$$Z = 0,717*A + 0,847*B + 3,107*C + 0,42*D + 0,995*E, \quad (5)$$

де *A, B, C, D, E* – параметри моделі, кожен з яких є співвідношенням окремих майнових показників, елементів фінансових ресурсів, а також фінансових результатів підприємства.

Таблиця 2

Динаміка CVA вітчизняних нафтопереробних підприємств, генерованої у 2011–2013 рр., тис. грн. *

| № | Показники | Херсонський НПЗ | Лисичанський НПЗ | ТФПК “Укртатнафта” | Одеський НПЗ | Нафтохімік Прикарпаття | НПК – Галичина | АЗМОЛ |
|------|------------------------------|-----------------|------------------|--------------------|--------------|------------------------|----------------|-----------|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| 2011 | CVA на основі фактичної WACC | -41153,7 | 7526 | -552198,5 | -602286,8 | 29609 | 145471 | -36950,6 |
| | CVA на основі ринкової WACC | -138364,1 | 1808,2 | -1657315,1 | -435814,4 | -67835,6 | 98957,5 | -39812,9 |
| | Різниця CVA | 97210,5 | 5717,8 | 1105116,7 | -166472,4 | 97444,6 | 46513,5 | 2862,3 |
| 2012 | CVA на основі фактичної WACC | -61124,2 | -2426,0 | -591489,3 | -227366,0 | -50175,1 | -40064,0 | -205145,1 |
| | CVA на основі ринкової WACC | -87679,1 | -10899,9 | -538909,0 | -234622,6 | -52255,1 | -67981,4 | -230326,9 |
| | Різниця CVA | 26554,9 | 8473,9 | -52580,3 | 7256,6 | 2080 | 27917,4 | 25181,8 |
| 2013 | CVA на основі фактичної WACC | -18611 | -9614 | 360947,4 | -192406,6 | 63983 | -8247 | н/д |
| | CVA на основі ринкової WACC | -30396,1 | -10597,4 | 323755,9 | -814358,0 | -13733,7 | -172461 | н/д |
| | Різниця CVA | 11785,1 | 983,5 | 37191,4 | 621951,4 | 77716,8 | 164213,9 | н/д |

* Складено автором.

О. Терещенко також розробив інтегральну модель оцінки фінансового стану підприємства,* яка згодом була уточнена для підприємств різних секторів локальної економіки (у т. ч. з іншими діапазонами результативних значень). Зокрема, для підприємств з КВЕД 19.20.0 “Виробництво продуктів нафтоперероблення”, модель має вигляд:

$$Z = 0,025*k_1 + 1,9*k_2 + 0,45*k_3 + 1,5*k_8 + 0,03*k_9 - 0,5, \quad (6)$$

де k_1, k_2, k_3, k_8 і k_9 – параметри моделі, кожен з яких представляє співвідношення окремих майнових показників, елементів фінансових ресурсів, а також фінансових результатів підприємства.

Модель оцінки імовірності банкрутства Подольської-Яріш [8, 333] має вигляд:

$$G = 11,83*k_1 - 1,91*k_2 + 11,69*k_3 - 0,18*k_4 - 7,18*k_5, \quad (7)$$

де k_1 – коефіцієнт загальної ліквідності; k_2 – коефіцієнт забезпеченості поточних активів власним оборотним капіталом; k_3 – коефіцієнт автономії; k_4 – коефіцієнт трансформації; k_5 – коефіцієнт рентабельності сукупного капіталу.

Застосувавши згадані вище дискримінантні моделі для оцінки фінансового стану обраних нафтопереробних підприємств, у табл. 3 наведено кінцеві результати таких розрахунків.

У табл. 3 сірим кольором відмічено комірки, що не відповідають кризовому стану розвитку підприємства (згідно з “моделлю Терещенка”, це оцінки Z1-Z4, за “моделлю Подольської-Яріш” – значення більші за 24,5, за моделлю Альтмана – більші за 2,7). Це свідчить про те, що оціночні результати використання окремих моделей не збігаються. Найбільше це стосується результатів, отриманих при застосуванні моделей, адаптованих до ризиків українського ринку. Так, констатований за допомогою “моделі Подольської-Яріш” стійкий фінансовий стан ПАТ “АЗМОЛ” у 2011 р.

* Її офіційно закріплено в Постанові Кабінету Міністрів України №279 від 06.07.2000 р. (згодом – у Постанові Кабінету Міністрів України №23 від 25.01.2012 р.) [9; 10].

не підтверджується оцінками інших моделей. При цьому підтверджений Z-оцінками Альтмана і Терещенка стійкий фінансовий стан ПАТ “ТФПК “Укртатнафта” і ПАТ “Лисичанськнафтопродукт” у 2011 р. протирічить результатам використання моделі Подольської-Яріш. На нашу думку, низька ефективність застосування моделі Подольської-Яріш упродовж усього аналізованого періоду пояснюється нетривалим досвідом її апробації в оцінюванні підприємств (для порівняння, “модель Альтмана” використовується майже 50 років в світовій практиці, “модель Терещенка” має 15-річну практику використання у вітчизняному фінансовому аналізі, до того ж вона піддавалася певним уточненням). Інші результати застосування згаданих моделей збігаються у 60% випадків. При цьому слід зауважити, що модель Альтмана у зазначеному варіанті Z формули адаптована для підприємств американського й інших розвинених ринків. Тому стійкий і передкризовий фінансовий стан підприємств-учасників ринків, що розвиваються, “модель Альтмана” кваліфікує як такий, що відповідає високій імовірності банкрутства. Описана ситуація має місце у решті 40% випадків щодо підприємств з класом фінансового стану Z3-Z4 без винятків (згідно з “моделлю Терещенка”, адаптованою під реалії українського ринку, що розвивається).

Загалом, згідно з даними табл. 3, спостерігається поступове погіршення фінансового стану вітчизняних НПЗ, що, очевидно, пов'язане зі зростанням негативного сальдо ринку нафти й сирих нафтопродуктів (у 2011 р. перевищення обсягів споживання й експорту над офіційними обсягами виробництва й імпорту становило 0,6 млн. т, у 2012 р. – 6,7 млн. т, у 2013 р. – 7,2 млн. т), тобто з гострим дефіцитом сировини.

Оцінка динаміки фінансового стану вітчизняних нафтопереробних підприємств на основі різних моделей*

| Статті | Укртат-нафта | Одеський нафтопереробний завод | Херсонський нафтопереробний завод | Нафтохімік Прикарпаття | АЗМОЛ | Лисичанська нафтопродукт | Концерн Галнафтогаз |
|---|--------------|--------------------------------|-----------------------------------|------------------------|-------|--------------------------|---------------------|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| Оцінка фінансового стану підприємств у 2011 році: | | | | | | | |
| – на основі моделі Терещенка: | | | | | | | |
| Z | 0,884 | 0,02 | -5,38 | -0,37 | -0,66 | 1,63 | -0,11 |
| Тип стану | Z2 | Z5 | Z9 | Z5 | Z6 | Z1 | Z5 |
| – згідно з моделлю Подольської-Яріш: | | | | | | | |
| G | 5,79 | 5,4 | 5,38 | -3,8 | 31,08 | 8,2 | -2,02 |
| – на основі моделі Альтмана: | | | | | | | |
| Z-score | 6,73 | -0,394 | 0,64 | 0,304 | -0,81 | 12,12 | 1,71 |
| Оцінка фінансового стану підприємств у 2012 році: | | | | | | | |
| – на основі моделі Терещенка: | | | | | | | |
| Z | -0,55 | -12,1 | -2,78 | -0,66 | 0,34 | 2,09 | -0,34 |
| Тип стану | Z6 | Z9 | Z8 | Z6 | Z4 | Z1 | Z5 |
| – згідно з моделлю Подольської-Яріш: | | | | | | | |
| G | 11,563 | 10,285 | 35,298 | 14,922 | 2,27 | 317,472 | 10,031 |
| – на основі моделі Альтмана: | | | | | | | |
| Z-score | 1,45 | -4,81 | 0,45 | -0,06 | -1,16 | 7,41 | 0,33 |
| Оцінка фінансового стану підприємств у 2013 році: | | | | | | | |
| – на основі моделі Терещенка: | | | | | | | |
| Z | -0,07 | -1,24 | -2,3 | -0,39 | н/д | 0,61 | -2,44 |
| Тип стану | Z5 | Z7 | Z8 | Z7 | н/д | Z3 | Z8 |
| – згідно з моделлю Подольської-Яріш: | | | | | | | |
| G | -5,58 | 2,22 | 6,24 | -2,96 | н/д | 9,1 | -0,65 |
| – на основі моделі Альтмана: | | | | | | | |
| Z-score | 2,24 | -0,71 | 0,75 | -0,14 | н/д | 0,92 | -27,11 |

* Складено автором.

Також поступове послаблення фінансового стану обумовило погіршення спроможності підприємств обслуговувати залучені позики, що призвело до поступового скорочення питомої ваги залучених кредитів і зниження фактичного розміру WACC підприємств (див. табл. 1). Нижчому розміру фактичної

ставки дисконтування відповідає порівняно вище значення CVA, тобто:

$$CVA \uparrow = EBI \downarrow - \left(\frac{OZ_a * WACC \downarrow}{1 + WACC \downarrow} \right) \uparrow - (BI * WACC \downarrow) \downarrow \quad (8)$$

Отже, оцінивши вплив погіршення фінансового стану на фактичний розмір WACC підприємств, залишається ще визначити характер впливу погіршення фінан-

сового стану підприємств на ринковий розмір їх WACC. Для цього у табл. 4 зведемо основні макро- і мікроекономічні складові для обчислення розміру ринкової вартості капіталу підприємств відповідно до CAPM.

В табл. 4 не наведено значення β-коефіцієнта, адже його розміри в аналізованому середньостроковому періоді стабільні для кожного підприємства.

Єдиним макроекономічним фактором впливу на розмір WACC у табл. 4 виступає спред корпоративного дефолту, що впливає на вартість позикових ресурсів і визначається через коефіцієнт відсоткового покриття, тобто $\frac{EBIT}{\text{фінансові витрати}}$ [11, 276].

Оскільки внаслідок погіршення фінансового стану і скорочення кредитоспроможності питома вага позикових коштів у загальному капіталі НПЗ суттєво скоротилася, то й вплив мікроекономічного середовища на ринковий розмір WACC цих підприємств був незначним. Поступове падіння таких макроекономічних показників, як розміри премії за ризик і безвідсоткові ставки (табл. 4) справили найвагомий вплив

на ринкове значення WACC вітчизняних підприємств і, як наслідок, зумовили нижчі обсяги CVA порівняно з фактично генерованою CVA (табл. 2). Отже, на практиці погіршення фінансового стану підприємств не справило відчутного впливу на динаміку ринкової вартості їх капіталу, натомість, відчутний вплив на вартість спричинило падіння таких макроекономічних показників, як премія за ризик і безризикова ставка.

Ринкова WACC обраних для аналізу підприємств, що є вищою за фактичну, на практиці обумовлює менші значення генерованої CVA (табл. 2):

$$CVA_{\text{ринкова}} \downarrow = EBI \uparrow - \left(\frac{OZ_a * WACC \downarrow}{(1 + WACC \uparrow)^n} - 1 \right) \downarrow - (BI * WACC \uparrow) \uparrow \quad (9)$$

Зауважимо, що наведений висновок стосується лише конкретної вибірки вітчизняних нафтопереробних підприємств, що перебувають у тривалій фінансовій кризі. Проте у більшості інших випадків погіршення фінансового стану підприємства у середньо- і довгостроковій перспективі обумовлює падіння β-коефіцієнта ризиковості. Це зумовлює зниження загальної акціонер-

Таблиця 4

Динаміка складових ринкової вартості капіталу вітчизняних нафтопереробних підприємств, %*

| Показники | 2011 р. | 2012 р. | 2013 р. |
|---|---------|---------|---------|
| 1 | 2 | 3 | 4 |
| Премія за ризик | 8,78 | 4,71 | 0,94 |
| Безризикова ставка | 5,42 | 4,32 | 2,39 |
| Динаміка спреду корпоративного дефолту підприємств: | | | |
| АЗМОЛ | 14 | 14 | н/д |
| Лисичанська нафтопродукт | 0,75 | 14 | 14 |
| Одеський НПЗ | 14 | 14 | 14 |
| НПК – Галичина | 12,7 | 14 | 14 |
| Укртатнафта | 14 | 14 | 2,25 |
| Херсонський НПЗ | 14 | 14 | 14 |
| Нафтохімік – Прикарпаття | 14 | 14 | 11,5 |

* Складено автором.

ної дохідності (TSR) підприємства щодо середньоринкового показника. Тому, за умови незмінності макроекономічних складових розрахунку CAPM, спостерігаються:

– зниження ринкової вартості власного капіталу, передусім, внаслідок мінімізації обсягів дивідендів до розподілу:

$$\text{вартість}_{BK \downarrow} = \text{безризикова ставка} + \beta \downarrow * \text{премія за ризик};$$

– підвищення ринкової вартості позикових ресурсів, що за умови скорочення їх питомої ваги у сукупному капіталі суттєво не вплине на загальний розмір WACC, оскільки:

$$\bullet \text{ вартість}_{PK \uparrow} = (\text{безризикова ставка} + \text{спред суверенного дефолту} + \text{спред корпоративного дефолту} \uparrow) * (1-t),$$

де PKO – позикові кошти, що обслуговуються (відсоткові позики);

$$\bullet \text{ WACC}_{\text{ринкова}} \uparrow = \frac{BK}{\text{сукупний_капітал}} * \text{вартість}_{BK \downarrow} + \left(\frac{PKO \downarrow}{\text{сукупний_капітал}} \right) \downarrow * \text{вартість}_{PKO \downarrow},$$

де BK – власний капітал підприємства, PKO – позикові кошти, що обслуговуються (позики під відсоток).

Відтак погіршення фінансового стану підприємства за умови незмінності макроекономічних чинників WACC спричинить підвищення ринкової WACC підприємства, а отже, й зниження генерованого CVA (див. рівняння (9)).

Порівняння впливу фактичного і ринкового значень WACC підприємства на обсяг генерованого CVA, за аналогією з вищенаведеною оцінкою, дає змогу визначити ефективність фінансового менеджменту за критерієм вартості. Отже, можна стверджувати, що за цим критерієм управління вартістю капіталу, яке здійснювалося на обраних підприємствах, було ефективним.

Аналіз даних табл. 2 і табл. 3 засвідчив відсутність прямого зв'язку між фінансовим станом більшості обраних для дослідження

підприємств з вибірки та обсягами генерованої ними CVA. Певними виключеннями можуть бути лише ПрАТ “Херсонський НПЗ” і ПАТ “Лисичанськнафтопродукт” (динаміка CVA цілком відповідає зміні Z-рахунку, розрахованого згідно з моделлю Альтмана). Основною причиною відсутності такого зв'язку вважаємо кризовий стан нафтопереробного сектору, розподіл більшості заводів між двома фінансово-промисловими групами (“Приват” і “Східноєвропейська паливно-енергетична компанія”), у результаті чого спостерігається масштабне трансфертне ціноутворення й тінізація бізнесу, низька якість корпоративного управління і відсутність доступу на відкритий фінансовий ринок.

Натомість, за звичайних умов (тобто за присутності підприємства, яке перебуває у кризі на відкритому фондовому ринку й неможливості залучення ним пільгового фінансування від пов'язаних фінансових структур) динаміка генерованої CVA обумовлювалася б такими факторами:

– поступовим зростанням фактичного розміру WACC, що зумовлене підвищеними ризиками і необхідністю збільшення короткострокового кредитування для погашення поточних зобов'язань. Зазначена теза підтверджується навіть за умови гострого дефіциту сировини, адже, незважаючи на обсяги діяльності, у підприємства завжди є необхідність погашати постійні витрати. Відповідно до рівняння (9), підвищення фактичної WACC обумовить зниження обсягів CVA;

– від'ємним обсягом EBI і зниженням генерованої CVA (згідно з даними табл. 2, зазначена тенденція позбавлена виключень не тільки при фактичному, але й ринковому розмірах WACC).

Обсяг генерованого прибутку основним джерелом приросту вартості (насамперед,

EBI) підприємства та базовим фактором фінансового стану. За звичайних умов обсяг прибутку прямо пов'язує такі характеристики, як вартість і фінансовий стан. При цьому, за твердженням Т. Коупленда, темпи приросту EBI визначаються поточним етапом життєвого циклу бізнесу (т. зв. "ефект бігової доріжки") [12, 73]. Тому навіть за умови стійкого фінансового стану в зрілому бізнесі обсяги EBI мають тенденцію до поступового зниження, а отже, й неминучого падіння обсягів регулярно генерованої CVA.

Підсумовуючи вищезазначене, приходимо до таких висновків та узагальнень:

- запропонована методика оцінки CVA підприємства на основі ринкової вартості його WACC дає змогу оцінити ефективність корпоративного фінансового менеджменту. Аналіз засвідчив, що порівняння економія на вартості фінансових ресурсів в усіх нафтопереробних підприємств виявилася ефективною відповідно до критерію щорічних обсягів CVA;
- за наявності від'ємного обсягу валових інвестицій (VI) відповідний добуток $VI \cdot WACC$ має характеризувати частку грошової доданої вартості, генерованої в операційному циклі підприємства за рахунок обертання безвідсотково запозичених коштів;
- результат оцінювання імовірності банкрутства підприємств на основі дискримінантної "моделі Подольської-Яріш" не збігаються з висновками, отриманими при застосуванні двох інших моделей – Альтмана і Терещенка, що пояснюється більш тривалим терміном апробації останніх в практиці корпоративного господарювання. При цьому проведене оцінювання засвідчує поступове погіршення фінансового стану усіх вітчизняних нафтопереробних підприємств;

- на практиці зменшення розміру WACC підприємства є фактором нарощення генерованого обсягу його CVA, і навпаки;
- поступове погіршення фінансового стану досліджуваних підприємств жодним чином не впливає на регулярні обсяги генерованої ними CVA, що обумовлене внутрішньою специфікою господарського розвитку досліджуваної вибірки суб'єктів господарювання. Водночас, конкретизовано розуміння впливу фінансового стану на обсяги CVA підприємств за звичайних умов внутрішнього середовища бізнесу;
- за звичайних умов внутрішнього середовища бізнесу погіршення фінансового стану в середньостроковій перспективі обумовлює зниження β -коефіцієнта ризиковості підприємства й ринкової вартості його власного капіталу, зростання вартості відсоткових позик й WACC. Тому погіршення фінансового стану обумовлює зниження приросту CVA, і навпаки. Крім того, на етапі зрілості бізнесу за умови його стійкого фінансового стану темпи приросту CVA підприємства мають знижуватися за рахунок падіння прибутковості.

Література

1. Заворотній Р. І. *Фінансова оцінка бізнесу: теорія, практика та інноваційні підходи: Монографія.* – К.: КНЕУ, 2012. – 295 с.
2. Заворотній Р. І. *Методологія формування системи стратегічних орієнтирів розвитку підприємства в контексті фінансового управління вартістю // Економіка & держава.* – 2014. – № 11. – С. 42–47.
3. Куюн С. *Дорогой Игорь Валерьевич // Зеркало недели.* – 2014. – № 28. – С. 8. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://gazeta.zn.ua/energy_market/dorogoy-igor-valerevich-.html

4. Суков А. Генпрокуратура всерьез взялась за нефтяной бизнес Коломойского // *Капитал*. – 2014. – № 126 (303). – С. 3. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.capital.ua/ru/publication/27492-genprokuratura-vzyalas-za-kolomoyskogo-protiv-ukrnafti-vozbuzhdeno-ugolovnoe-delo>.

5. МВД намерено вернуть Одесский НПЗ в госсобственность, а арестованные бензин и солярку Курченко – продать // *Зеркало недели*, 31.03.2014. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zn.ua/ECONOMICS/mvd-namereno-vernut-odesskiy-npz-v-sobstvennost-ukrainy-a-arrestovannye-benzin-i-solyaru-kurchenko-prodat-142284_.html

6. Фінансовий аналіз: Навч. посіб. / М. Д. Білик, О. В. Павловська, Н. М. Притуляк, Н. Ю. Невмержицька. – К.: КНЕУ, 2005. – 592 с.

7. Терещенко О. О., Бабяк Н. Д. Фінансовий контролінг: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 2013. – 407 с.

8. Подольська В. О., Яріш О. В. Фінансовий аналіз: Навч. посібник. – К.: Центр навчальної літератури, 2007. – 488 с.

9. Про затвердження Положення про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків // *Постанова Національного банку України № 279 від 06.07.2000* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0474-00>

10. 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* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0231-12>

11. Дамодаран А. *Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов*: Пер. с англ. – 2-е изд., исправл. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 1341 с.

12. *Стоимость компаний: оценка и управление* / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин: Пер. с англ. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2005. – 576 с.