

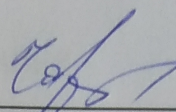
МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

Український державний університет науки і технологій

Кафедра економіки та менеджменту

«ДО ЗАХИСТУ»

Завідувач кафедри

  
\_\_\_\_\_ Т. Ю. Чаркіна  
(підпис) (ПІБ)

« 14 » грудня 2021 р.

**ДИПЛОМНА РОБОТА**  
на здобуття освітнього ступеня «магістр»

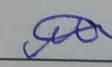
Галузь знань 07 Управління та адміністрування  
(шифр) (назва)

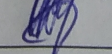
Спеціальність 073 Менеджмент  
(код) (назва)

Освітньо-професійна програма Менеджмент  
(назва)

Тема: Розвиток системи мотивації персоналу на основі концепції вартісно-орієнтованого управління

Theme: Development of personnel motivation system based on the concept of value-based management

Керівник дипломної роботи: професор кафедри  
економіки та менеджменту  Л. В. Марценюк  
(посада) (підпис) (ПІБ)

Студент групи  Д. О. Скубченко  
(підпис) (ПІБ)

Student Skubchenko Diana  
(Family name)

Дніпро – 2021

**Український державний університет  
науки і технологій**

**Економіка та менеджмент**

Освітня програма

Менеджмент

«ЗАТВЕРДЖУЮ»

Т. в. о. зав. кафедри

Т. Ю. Чаркіна

«    »    \_\_\_\_\_ р.

## ЗАВДАННЯ

до дипломної роботи на здобуття освітнього ступеню «магістр»

Скубченко Д. О.

(прізвище, ім'я та по батькові)

**1. Тема роботи**    Розвиток системи мотивації персоналу на основі концепції вартісно-орієнтованого управління

Затверджена наказом по університету № \_\_\_\_\_ від « \_\_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ р.

2. Термін подання студентом закінченої роботи \_\_\_\_\_

3. Вихідні дані до роботи    Национальна транспортна стратегія України на період до 2030 року, Закон України «Про залізничний транспорт», Закон України «Про особливості утворення акціонерного товариства залізничного транспорту загального користування», Угода про асоціацію між Україною та ЄС, Стратегія АТ «Укрзалізниця» на 2019-2023 роки, Інтегрований звіт АТ «Укрзалізниця», Положення про оплату праці працівників АТ «Укрзалізниця», Консолідована фінансова звітність АТ «Укрзалізниця»

## КАЛЕНДАРНИЙ ПЛАН

Назва розділу	Обсяг %	Кількість креслень
1. Теоретично-концептуальні основи управління підприємством, орієнтованого на формування акціонерної вартості	30	–
2. Аналіз фінансово-економічної діяльності АТ «Укрзалізниця»	35	–
3. Проектування системи мотивації персоналу в АТ «Укрзалізниця» на базі концепції вартісного управління	35	–

Здобувач  
Науковий керівник

## АНОТАЦІЯ

Відомості про об'єм пояснювальної записки: 120 сторінок, в тому числі 108 сторінок основного тексту. Список використаних джерел налічує 45 позицій.

Ключові слова: вартісно-орієнтоване управління, мотивація персоналу, залізничний транспорт, економічна додана вартість, ринкова капіталізація

Завданням даної магістерської роботи є розробка системи мотивації персоналу залізниці на основі концепції вартісного управління підприємством.

У першому розділі дипломної роботи досліджено еволюцію розвитку вартісно-орієнтованої концепції управління підприємством, визначено історичні передумови розвитку вартісно-орієнтованого менеджменту для економічних суб'єктів корпоративної форми власності, проаналізовані підходи наукового тлумачення вартості підприємства та розглянуто систему методів оцінювання акціонерної капіталізації суб'єктів господарювання на сучасному етапі розвитку ринкових відносин та діяльності фондових бірж.

У другому розділі охарактеризовано організаційну структуру управління АТ «Укрзалізниця» в умовах реформаційних перетворень, проведено оцінку стану майна залізниці, фінансового стану, ділової активності та рівня фінансової стійкості Товариства. Окремо визначено основні загрози й можливості, сильні та слабкі сторони господарської діяльності залізниці. Також проаналізовано якісну та кількісну структуру персоналу АТ «Укрзалізниця», діючу систему оплати праці та мотивації працівників на залізниці, а також розраховано економічні показники ефективності використання трудового потенціалу підприємства.

У третьому розділі розглянуто основні переваги впровадження системи заохочення персоналу для Товариства, сформованої на базі вартісної концепції управління підприємством. Виходячи із спрямованості господарської діяльності залізниці на зростання її акціонерної вартості, спроектовано систему мотивації персоналу, яка передбачає тісний лінійний зв'язок між величиною економічної доданої вартості Компанії та рівня бонусної винагороди працівників за їх вклад у максимізацію капіталізації підприємства.

## ABSTRACT

Explanatory note information: 120 pages, including 108 pages of body text. The list of used sources has 45 items.

Keywords: value-based management, staff motivation, railway transport, economic added value, market capitalization

The task of this master's thesis is to develop a system of motivation of railway staff based on the concept of value-based management of the enterprise.

The first section of the thesis examines the evolution of the value-based management concept of enterprise management, identifies the historical prerequisites for the development of value-based management for corporate economic entities, analyzed approaches to scientific interpretation of enterprise value and considered a system of methods for estimating share capitalization. the current stage of development of market relations and the activities of stock exchanges.

The second section describes the organizational structure of Ukrzaliznytsia's management in the conditions of reform reforms, assesses the state of railway property, financial condition, business activity and the level of financial stability of Ukrzaliznytsia. The main threats and opportunities, strengths and weaknesses of the economic activity of the railway are identified separately. The qualitative and quantitative structure of Ukrzaliznytsia's staff, the current system of remuneration and motivation of employees on the railway were also analyzed, as well as the economic indicators of the efficiency of using the labor potential of the enterprise were calculated.

The third section discusses the main advantages of implementing a system of personnel incentives for Ukrzaliznytsia, formed on the basis of the cost concept of enterprise management. Based on the railway's economic activity to increase its shareholder value, a staff motivation system was designed, which provides a close linear relationship between the value of Ukrzaliznytsia's economic value added and the level of bonus remuneration for their contribution to maximizing enterprise capitalization.

## ЗМІСТ

ВСТУП.....	7
1. РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНО-КОНЦЕПТУАЛЬНІ ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ, ОРІЄНТОВАНОГО НА ФОРМУВАННЯ АКЦІОНЕРНОЇ ВАРТОСТІ.....	10
ТЕОРЕТИЧНО-КОНЦЕПТУАЛЬНІ ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ, ОРІЄНТОВАНОГО НА ФОРМУВАННЯ АКЦІОНЕРНОЇ ВАРТОСТІ .....	10
1.1. Сутність вартісно-орієнтованого управління як індикатора максимізації ринкової вартості підприємства .....	10
1.1.1. Теоретичні та емпіричні передумови розвитку концепції оцінки вартості підприємства в умовах ринкової економіки.....	10
1.1.2. Наукові підходи до тлумачення економічної категорії вартості та вартісної концепції у вітчизняній та зарубіжній практиці .....	14
1.2. Базові концепції розвитку системи управління підприємством в розрізі вартісного підходу .....	19
1.3. Система методів оцінювання вартості підприємств.....	27
1.3.1. Дохідний підхід до оцінки вартості бізнесу.....	27
1.3.2. Витратний підхід до оцінки вартості бізнесу .....	31
1.3.3. Порівняльний підхід до оцінки вартості бізнесу.....	35
РОЗДІЛ 2. ....	38
АНАЛІЗ ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ АТ «УКРЗАЛІЗНИЦЯ» ....	38
2.1. Організаційна структура управління суб'єкта господарювання як один з основних факторів підвищення рівня його капіталізації.....	38
2.2. Аналіз майнового стану АТ «Укрзалізниця» .....	45
2.3. Аналіз господарської діяльності АТ «Укрзалізниця» .....	56
2.3.1. Аналіз обсягу и структури господарської діяльності АТ «Укрзалізниця». ..	56
2.3.2. Аналіз фінансової стійкості АТ «Укрзалізниця».....	61
2.3.3. Аналіз ділової активності АТ «Укрзалізниця» .....	65
2.3.4. Комплексний аналіз фінансового стану АТ «Укрзалізниця».....	69
2.4. SWOT-аналіз як основний чинник оцінки вартості підприємства з точки зору вартісної концепції управління.....	74
2.5. Аналіз ефективності використання трудового потенціалу АТ «Укрзалізниця» .....	83
2.5.1. Якісна та кількісна структура персоналу АТ «Укрзалізниця».....	83

2.5.2. Система оплати праці персоналу АТ «Укрзалізниця» та мотиваційні механізми підвищення продуктивності праці.....	86
РОЗДІЛ 3. ....	94
ПРОЕКТУВАННЯ СИСТЕМИ МОТИВАЦІЇ ПЕРСОНАЛУ В АТ «УКРЗАЛІЗНИЦЯ» НА БАЗІ КОНЦЕПЦІЇ ВАРТІСНОГО УПРАВЛІННЯ.....	94
3.1. Практичне обґрунтування ефективності використання системи мотивації персоналу на основі вартісного підходу управління.....	94
3.2. Формування системи мотивації персоналу на основі підвищення вкладу працівників у створення вартості підприємства на прикладі АТ «Укрзалізниця» .	96
ВИСНОВКИ.....	113
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ .....	115

## ВСТУП

**Актуальність теми.** Сучасне поглиблення рівня конкуренції на ринку транспортних послуг призводить до необхідності підвищення рівня конкурентоспроможності залізничного транспорту та формування ефективного стратегічного менеджменту в умовах розвитку глобалізаційних ринкових відносин. Одним із ефективних напрямків покращення фінансово-господарської діяльності АТ «Укрзалізниця» є впровадження вартісно-орієнтованого управління.

У зв'язку із націленістю Товариства інтегруватися у Транс'європейську транспортну систему та розширити міжнародне співробітництво в галузі залізничних перевезень, постає актуальним виконання вимог стратегічного розвитку залізничної галузі, встановлених, ратифікованими міжнародними нормативно-правовими актами. Важливим вектором у подальшому євроінтеграційному розвитку господарської діяльності залізниці є формування конкурентоспроможного трудового потенціалу підприємства, який здатний підвищити рівень ефективності ділової активності національного перевізника, сформувавши засади для покращення його фінансової стійкості та інвестиційної привабливості. Оскільки, вагома частка працівників залізниці відноситься до персоналу робітничих професій, необхідним є зосередження уваги на формуванні інноваційних механізмів мотивації цієї категорії робітників. Імплементация концепції вартісно-орієнтованого менеджменту у ринковоорієнтовану мотиваційну модель АТ «Укрзалізниця» є стратегічно необхідним заходом для формування стійкого росту акціонерної вартості підприємства та посилення участі робітників у формуванні ринкової вартості залізниці. Впровадження оцінки внеску персоналу масових професій у максимізацію ринкової капіталізації Товариства спроможне підвищити матеріальну зацікавленість працівників у результатах своєї професійної діяльності, що зрівноважить потреби акціонерів у зростанні ефективності використання інвестованого капіталу та інтереси персоналу в отриманні справедливої грошової винагороди по мірі зростання економічної вартості підприємства.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дипломної магістерської роботи є проектування системи мотивації виробничого персоналу АТ «Укрзалізниця» на засадах вартісно-орієнтованої концепції управління підприємством. Відповідно до поставленої мети основними завданнями дослідження є: обґрунтування економічних механізмів впровадження вартісно-орієнтованого менеджменту в підприємство; фінансово-економічний аналіз господарської діяльності та майнового стану Товариства; комплексна оцінка трудового потенціалу залізниці, аналіз ефективності існуючої системи мотивації та заохочень персоналу; розробка мотиваційної моделі грошового стимулювання працівників основних професій Товариства у розрізі менеджменту, спрямованого на зростання економічної доданої вартості Компанії.

**Об'єкт дослідження.** Система оплати праці та мотивації персоналу АТ «Укрзалізниця» відповідно до сучасних умов господарювання національного підприємства на ринку залізничних перевезень та сформованої Стратегії розвитку.

**Предмет дослідження.** Ефективність впровадження економічної моделі мотивації виробничого персоналу на засадах лінійного зв'язку максимізації акціонерної вартості АТ «Укрзалізниця» та грошової винагороди працівників.

**Методи дослідження.** З метою науково-обґрунтованого та економічно доцільного проектування вартісно-орієнтованої системи мотивації персоналу в дипломній роботі були застосовані такі методи дослідження: метод системного та порівняльного аналізу, економіко-статистичний метод, кореляційно-ре та метод абстракції.

### **ОПУБЛІКОВАНІ СТАТТІ ЗА ТЕМОЮ ДИПЛОМУ**

Марценюк Л. В., Кокітко О. В., Скубченко Д. О. Економічна безпека на залізничному транспорті як ефективна складова стабільного розвитку залізничних перевезень. Наук. вісн. Дніпропетр. держ. ун-ту внутр. справ. 2021. № 1. С. 307-315. DOI: 10.31733/2078-3566-2021-1-307-315.

Скубченко Д. О. Економічна безпека на залізничному транспорті як ефективна складова стабільного розвитку залізничних перевезень. «Проблеми економіки залізничного транспорту» [електронний ресурс]: збірник тез доповідей секції 81 Всеукраїнської науково-технічної конференції молодих учених, магістрантів та

студентів «Наука і сталий розвиток транспорту» 28 жовтня 2021 р. Український державний університет науки і технологій, 2021. 8 с.

Скубченко Д. О. Підвищення мотивації персоналу на основі вартісно-орієнтованого управління. «Проблеми економіки залізничного транспорту» [електронний ресурс]: збірник тез доповідей секції 81 Всеукраїнської науково-технічної конференції молодих учених, магістрантів та студентів «Наука і сталий розвиток транспорту» 28 жовтня 2021 р. Український державний університет науки і технологій, 2021. 33-34 с.

Skubtschenko D. O. Die digitale Transformation des Eisenbahnpersonenverkehrs als Bestandteil für seine effiziente Innovationsentwicklung. Scientific and technical progress in transport [electronic resource]: collection of abstracts All-Ukrainian scientific and technical conference of young scientists, masters and students, March 29, 2021 - Dnipro: Dnipro National University of Railway transport named after acad. V. Lazaryan, 2021. 18-19 p.

Skubtschenko D. O. Die Wertsteigerungskonzeption als ein signifikantes Faktum für die Steigerung des Unternehmenswertes. Modern Technologies: Improving the Present and Impacting the Future: International Scientific Multidisciplinary Conference of Students and Beginner Scientists – Ukrainian State University of Science and Technology, 2021, 81 p.

# РОЗДІЛ 1.

## ТЕОРЕТИЧНО-КОНЦЕПТУАЛЬНІ ОСНОВИ УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ, ОРІЄНТОВАНОГО НА ФОРМУВАННЯ АКЦІОНЕРНОЇ ВАРТОСТІ

### **1.1. Сутність вартісно-орієнтованого управління як індикатора максимізації ринкової вартості підприємства**

#### **1.1.1. Теоретичні та емпіричні передумови розвитку концепції оцінки вартості підприємства в умовах ринкової економіки**

Сучасні динамічні глобалізаційні та інтеграційні економічні відносини в ринкових умовах господарювання, та пов'язані з ними процеси поглиблення ринкової конкуренції, вимагають більш ефективної моделі оцінки фінансово-господарських результатів діяльності підприємства із зосередженням уваги на реалізацію його стратегічних цілей функціонування. Усе більшого значення в сфері забезпечення сталого економічного зростання підприємства із задоволенням господарських потреб усіх учасників економічних відносин набуває вартісна концепція управління. Максимізація капіталізації суб'єкта господарювання є базовою парадигмою для побудови ефективної довгострокової стратегії його розвитку. Стратегічно встановлений пріоритет на зростання акціонерної та ринкової вартості власного капіталу з більш раціональним використанням та розподілом залучених ресурсів, зростанням рентабельності, фінансової стійкості та інвестиційної привабливості суб'єкта господарювання є необхідними чинниками для досягнення його довгострокової позитивної фінансово-господарської результативності.

Концептуальні засади ефективного управління підприємством в умовах динамічного розвитку ринку капіталу, фондового ринку та поглиблення економічної трансформації економіки країн в напрямку інтеграції у світове господарство,

зародилися вже наприкінці ХХ ст. Так, у 70-х роках економічна модель управління ефективністю суб'єкта господарювання в США, викликана індустріальною революцією, та країнах Західної Європи набула вартісно-орієнтованого спрямування, що в першу чергу було викликано неспроможністю традиційної фінансової моделі забезпечити ринково-орієнтовану систему методів оцінки економічної ефективності бізнесу у розрізі стратегічної діяльності корпоративного підприємства. У капіталістичній системі в період динамічного розвитку фондового ринку капітал став центральним чинником базової моделі економіки з інтеграцією ринку реальних та фінансових активів, що було зумовлено поширенням сек'юритизації активів та розвитком публічних компаній. Слід зазначити, що до поширення активної діяльності фондових бірж вартість реального капіталу співвідносилася до вартості авансованого капіталу та розглядалася окремо від вартості фінансового капіталу, а рентабельність активів зрівнювалася за рахунок рівноважної ціни, сформованої на основі міжгалузевої конкуренції. У той же час вартість фінансового капіталу визначалася відсотковими ставками та була представлена банківськими фінансовими інструментами, та казначейськими зобов'язаннями. Зміна кон'юнктури ринкових відносин та інвестиційної політики суб'єктів економіки у напрямку зосередження стратегічних завдань на капіталізацію фінансових активів, зумовила співставлення економічного змісту поняття вартості компанії з вартістю капіталу, яка в свою чергу визначається безризиковою дохідністю та ставкою грошового ринку [1, с. 85-87].

Через посилення конкуренції на міжнародному ринку капіталу та поширення частки інституційних інвесторів стратегічним напрямом підприємства стало збільшення його акціонерної вартості. Було відзначено, що традиційний бухгалтерський підхід як основний напрям оцінки результативності діяльності підприємства, що спрямований на отримання позитивного фінансового результату суб'єкта економіки – чистого прибутку або рентабельності, вже нездатний задовольнити довгострокові інтереси власників капіталу щодо успішного функціонування корпорації із динамічним зростанням її ринкової капіталізації в умовах мінливого зовнішнього середовища. Чистий прибуток як традиційний

критерій оцінки ефективності діяльності компанії є актуальним на етапі поточного управління операційною, фінансовою та інвестиційною діяльністю підприємства, що пов'язано з прийняттям короткострокових управлінських рішень щодо формування, використання й руху власного капіталу. Проте, цей фінансовий показник не можна вважати достовірним критерієм оцінки потенціалу стійкого розвитку підприємства та формування його вартості через низку недоліків його імплементації:

1. Уособлення розрахункової величини, вимір та оцінка якої, безпосередньо пов'язані із встановленою обліковою політикою підприємства. Це в свою чергу, уможлиблює поширення фінансових маніпуляцій у відображенні вартості бізнесу в фінансовій звітності, шляхом застосування широкого спектру методів обліку запасів, переоцінки основних засобів, нарахування амортизації, визначення собівартості продукції тощо. До того ж, бухгалтерський прибуток не відображує реальний рівень грошового потоку підприємства, який є основою формування його вартості.
2. Оцінка формування нової вартості активів та зміна ринкової капіталізації підприємства не входить до економічної суті прибутку. Він враховує витрати за користування позиковим капіталом і не надає інформацію про зміну вартості підприємства. Більш за все деструктивний зв'язок між розміром прибутку корпорації та її ринковою вартістю спостерігається на етапі зрілості життєвого циклу підприємства, коли інвестиційна діяльність активно спрямовується на вкладення грошових коштів в активи.
3. Ігнорування дисконтування грошових потоків під час визначення прибутку. Управлінські рішення щодо рівня платоспроможності та інвестиційної активності напряду залежать від значення ставки дисконтування, яка оцінює вартість підприємства та враховує ризик вкладень в об'єкт інвестиції з урахуванням майбутнього рівня інфляції. За низького рівня рентабельності підприємства по відношенню до ставки залучення капіталу, позитивний фінансовий результат відображений у звітності бухгалтерського обліку в характеризує поглинання вартості власного капіталу.

4. Врахування лише економічних (матеріальних) витрат без акцентування уваги на структуру капіталу, рівень прибутковості капіталу, ділові та фінансові ризики, а також ціну залучення власного капіталу. Це призводить до економічно недоцільних інвестицій з відсутньою генерацією доданої вартості акціонерного капіталу та ускладнення визначення реальних витрат на реалізацію продукції підприємства. Бухгалтерський прибуток не враховує інвестиційний ризик, альтернативну вартість власного та інвестованого капіталу, що не об'єктивно відображує створену вартість компанії [2, с. 235].

Поява вартісно-орієнтованого управління підприємством, яка цілеспрямована на оцінювання його вартості, виходячи з оцінки майбутніх грошових доходів його стейкхолдерів та одночасним генеруванням нової акціонерної вартості за умови превалювання віддачі інвестиційного капіталу над його затратами, зумовлена наступними емпірично зазначеними передумовами:

1. Глобалізація ринків капіталу та збільшення його мобільності у світовому господарстві. Як наслідок відбувся перехід у політиці фінансування компаній від банківського кредитування до активного залучення грошових коштів через фондові біржі та інституційних інвесторів. Компанії сконцентрували систему стратегічних управлінських рішень не на вирішення короткострокових операційних питань та раціональне спрямування грошових потоків, а на зростання дохідності акцій підприємства та його доданої вартості, як головного чинника зростання інвестиційної привабливості компанії та відповідно максимізації добробуту її власників.
2. Злиття та поглинання підприємств з нижчою ринковою капіталізацією. Для збереження господарської самостійності та уникнення ворожих поглинань підприємства більш конкурентоспроможними суб'єктами господарювання із високим рівнем фінансової стійкості, стало актуальним запровадження вартісно-орієнтованого менеджменту з метою посилення її фінансової платоспроможності, ліквідності та ефективності в довгостроковій перспективі.
3. Глобалізаційні процеси на товарному ринку та пов'язані з ними ринкові бар'єри. Спрямування діяльності підприємства на захоплення нових ринків в

умовах інтеграційних економічних господарських зв'язків вимагає оптимізацію бізнес-процесів, посилення виробничої потужності, збільшення рентабельності та продуктивності виробництва продукції з орієнтацією на максимізацію доданої вартості акціонерного капіталу [3, с. 31-34].

Виходячи з цього, саме вартісно-орієнтоване управління для усіх форм корпоративних підприємств створює не лише можливості для руху капіталу в процесі фінансових відносин, але й для зростання ринкової вартості акціонерного капіталу компанії, виконуючи таким чином вартісноформуючу функцію корпоративних фінансів та забезпечуючи максимізацію цінності капіталу для власників підприємства.

### **1.1.2. Наукові підходи до тлумачення економічної категорії вартості та вартісної концепції у вітчизняній та зарубіжній практиці**

Вартість як економічна категорія характеризується багатогранністю теоретичних основ щодо науково-обґрунтованого визначення її фундаментального змісту в економічній науці. Процес розвитку теорії вартості має виключно систематичний напрямок наукових пошуків щодо її економічної суті з погляду теоретичної та практичної імплементації в розвитку фінансово-господарських відносин. У загально визначеному розумінні можна виокремити трудову концепцію та концепцію граничної корисності як першоджерела розвитку теорії вартості.

Трудова теорія вартості, започаткована представниками класичної політичної економії В. Петті, А. Смітом, Д. Рікардо та К. Марксом, стверджує, що вартісно-створюючим чинником є кількість суспільної праці, затраченої на виробництво товару, а вартість виявляється у мінових відносинах між товаровиробниками. За А. Смітом праця, вартість якої ніколи не змінюється, є єдиним мірилом для оцінювання та порівняння вартості всіх товарів. При цьому, вона містить в собі середньо-суспільну затрачену працю, необхідну для розвитку продуктивних сил та створюється відповідно продуктивною працею. К. Маркс як основоположник

трудової теорії вартості в політичній економії виділив двоїстий характер праці, втіленої в товарі та його вартості. При цьому, необхідно зауважити, що вартість була розглянута як уречевлена праця, яка оцінюється робочим часом, суспільно необхідним для його відтворення.

Концепція граничної корисності, представниками якої, були А. Маршалл, К. Менгер, Ф. Візер, Е. Бем-Баверк, Д. Кларк та інші, стверджувала, що базисом споживчої вартості товару є його індивідуальна цінність – корисність, яка формується до початку виробництва товару та ініціює його як власний наслідок. Так, К. Менгер визначав цінність товару через найменшу корисність із додаткової одиниці товару або послуги, підкреслюючи суб'єктивну міру цінності товару. Дана концепція виходила з таких положень, що гранична корисність товару напряду залежить від нагальності індивідуальної потреби та рідкості запасу певного блага. Корисність, яка є базисом для сумірності благ та основою вартості, була відзначена суб'єктивізмом індивідуальних потреб людини із тенденцією її зрівноваження з кількістю спожитого товару.

З кінця XIX ст. в економічній науці відбулося остаточне ототожнення вартості та рівнозначної ціни як загальної економічної категорії, яка характеризує поняття вартості, як гроші або грошовий еквівалент, який покупець готовий обміняти на певний предмет чи об'єкт. Даний напрямок розвитку теорії вартості спричинив формування теоретичних основ для вартісно-орієнтованого управління підприємством із встановленням характеристики поняття вартості в цій науковій площині досліджень. Слід зазначити, що Т. Коллер, Т. Момот та І. Левчак надають поняттю вартості підприємства узагальнений характер системного фінансового показника результативності його діяльності, який враховує всі стадії виробничо-комерційного циклу суб'єкта господарювання із врахуванням довгострокових інтересів стейкхолдерів компанії. На противагу цьому науковому визначенню поняття вартості корпоративного підприємства, А. Дамодарян, О. Мендрул та Г. Міюкова відзначають вартість активу за доходним підходом, який передбачає формування вартості підприємства як функції згенерованих грошових потоків активом, що уособлює 100% корпоративних прав як вартості діючого бізнесу.

Проте, оскільки, вартість підприємства не може бути обмежена лише фінансовими показниками та повинна відображати нефінансові показники результативності його діяльності, Н. Мамонтова характеризує вартість як ціну, що формується під впливом матеріальних та нематеріальних активів із генеруванням очікуваного зростання позитивного економічного ефекту у майбутніх операційних періодах господарської діяльності підприємства [3, с. 24-25]. Таке визначення вартості найбільш повніше розкриває проблематику виміру ефективності діяльності підприємства не на основі лише вартісних критеріїв фінансової оцінки завершених господарських процесів у розрізі поточної діяльності економічного суб'єкта, а охоплюючи оцінку нематеріальних активів, з урахуванням їх акціонерної вартості на ринках капіталу та інвестицій [4, с. 291].

У цілому поняття «вартість підприємства» в системі вартісного корпоративного управління охоплює широкий спектр наукових досліджень та відповідно необхідність постійних теоретико-прикладних напрацювань в цій науково-дослідній площині. Спираючись на це, Корягін М. В. виокремив наступні підходи до наукового визначення терміну «вартість підприємства» [3, с. 25-27].:

1. Вартість підприємства як майнового комплексу. Так підхід визначення вартості заснований на використанні фінансових показників ефективності діяльності підприємства за результатом фінансової звітності – балансом. При цьому, вартість суб'єкта господарювання розглядається з урахуванням усіх належаних йому активів.
2. Вартість підприємства з погляду рівноважної ціни. Ціна підприємства розглядається в розрізі мінової вартості, що формується під час операцій з купівлі-продажу або обміну підприємства на певний актив.
3. Вартість підприємства як показник ефективності його діяльності. Оцінка бізнесу відображена у вартісному вигляді кінцевих результатів фінансово-господарської діяльності підприємства з використанням фінансово-економічного аналізу. Прогнозні параметри варіації вартості підприємства сформовані на основі очікуваних фінансових величин – рівень прибутковості, чистий прибуток, ліквідність підприємства, рівень фінансової стійкості тощо.

4. Вартість підприємства з погляду відкритої системи в мінливому зовнішньому середовищі. За такої інтерпретації оцінки бізнесу, враховується низка факторів, що безпосередньо впливають на рівень ринкової капіталізації суб'єкта економіки – податкова політика, законодавча база, міжнародна діяльність тощо.
5. Вартість підприємства як оцінка очікуваних дисконтованих грошових потоків. Цей принцип передбачає пріоритет максимізації прибутку підприємства – зростання економічної вигоди у довгостроковій перспективі відповідно до стратегічної діяльності організації та її спрямованості на капіталізацію економічних ресурсів.
6. Вартість підприємства як еквівалент його економічної цінності. Цей підхід спирається на визначенні цінності підприємства – рівня ефективності його функціонування, яка проявляється в соціально-економічних здобутках суб'єкта господарювання. За теоретико-методологічними та прикладними аспектами вартісно-орієнтованого управління такий підхід фактично ототожнюється з комплексним підходом.

Незважаючи на досить багатогранну систему теоретичних основ визначення поняття «вартість підприємства» в сучасній науково-дослідній діяльності, вона в будь-якому випадку передбачає спрямування системи управлінських рішень власниками капіталу на максимізацію ринкової вартості підприємства. Підвищення вартості суб'єкта господарювання, яка відповідає дисконтованій сумі доходів, фактичні значення яких перевищують очікування інвесторів. При цьому, ринкова вартість підприємства повинна перевищувати залишкову вартість (балансову), відображену у звіті про фінансовий стан підприємства.

Що стосується науково-обґрунтованого визначення поняття «вартісно-орієнтоване управління» в його еволюційному розвитку, то у широкому розумінні можна виділити наступні основні відзнаки для характеристики вартісної концепції управління:

1. Система управління. Так, Д. Мактаггарт відзначив, що вартісно-орієнтоване управління передбачає «поєднання переконань, принципів і процесів, які

ефективно допомагають компанії домогтися успіху в боротьбі з зовнішніми конкурентами і інституційними імперативами зсередини. Ці переконання, принципи і процеси формують основу системного підходу, що допоможе компанії у досягненні її головної мети». Аналогічна інтерпретація наукового визначення вартісної концепції простежується у економіста США – К. Мерчанда, який наголосив, що «VBM є інструментом управління, системою контролю, апаратом, який використовується для інтеграції ресурсів і завдань для досягнення поставлених цілей організації» [5, с. 255].

2. Підхід до управління. Така імплементація представлена вченим Б. Пеленсом, який стверджував, що вартісно-орієнтоване управління «це частина політики зв'язків з інвесторами, що пов'язана із прогнозами дохідності та ризиків для надання релевантної для прийняття рішень інформації». Ф. Хаспес, Т. Нода та Ф. Балос також акцентують увагу на трансформацію стратегії вартісного управління підприємством у напрямку гнучкого управління компанією із прийняттям ефективних управлінських рішень. Вчені відзначили, що вартісно-орієнтоване управління представляє собою «всеосяжний управлінський підхід, який об'єднує визначені цілі, перебудовані організаційні структури і системи, прискорені стратегічні та операційні процеси та оновлені практики управління людськими ресурсами» [5, с. 255; 6, с. 156].
3. Максимізація акціонерної вартості. У 1958 р. вчені Ф. Модіальні та М. Міллер висловили критичний погляд щодо формування акціонерної вартості під впливом структури та обсягу залученого капіталу. Науковці на прикладі оптимізаційної моделі в безподатковій економіці встановили, що визначальна роль у формуванні вартості підприємства належить його майбутнім прибуткам. А вже у 1961 р. за теоремою Мілера-Модіальні в основу оцінки вартості компанії було покладено не тільки майбутні економічні вигоди підприємства, але й податкові ставки, дивідендна політика та очікуваний темп росту організації. Суттєвий вплив ціни капіталу при оцінці вартості активів було представлено в моделі Гордона, за якою оцінка вартості акції формується на базисі очікуваних дивідендних потоків. Економічний погляд М. Гордона

був вдосконалений П. Ескувітом та Д. Маллінзом, які врахували вплив темпу інфляції та швидкості знецінення дивідендів на вартість активів та їх драйверів.

Виходячи із багатогранності наукових досліджень теорії вартості, слід відзначити, що в умовах розвитку корпоративних відносин, поглиблення фінансово-економічної діяльності підприємств на фондовому ринку та зростання впливу транснаціональних корпорацій на конкурентне ринкове середовище, максимізація поточної вартості підприємства і майбутніх операційних періодах є пріоритетом стратегії розвитку підприємства. Найбільш економічно обґрунтованим визначенням вартісно-орієнтованого управління можна вважати систематизований взаємодоповнюючий науковий підхід Д. Макконнелла, К. Маскарелла, а також К. Шиппера, А. Смітта та Т. Гранді. Аналіз емпірично обумовлених наукових поглядів вчених можна систематизувати у економічно доцільне наукове визначення вартісно-орієнтованого управління. Вартісно-орієнтована концепція управління підкреслює вплив стратегічних рішень компанії (інвестиційна та дивідендна політика, диверсифікація виробництва, НТП тощо) та тактики підприємства (операційне планування, управління витратами, ціноутворення та інше) на ринкову вартість організації. У ринкоорієнтованому стратегічному розвитку підприємства врахування впливу вищезазначених чинників є вкрай необхідним для підвищення конкурентоспроможності, ліквідності, рентабельності, фінансової стійкості підприємства та формування його позитивного інвестиційного іміджу [7, с. 18-20].

## **1.2. Базові концепції розвитку системи управління підприємством в розрізі вартісного підходу**

Наприкінці ХХ ст. суб'єкти підприємницької діяльності США та Великої Британії спрямували стратегію та тактику підвищення економічної ефективності, та інвестиційної привабливості організації на впровадження концепції максимізації вартості підприємства. Теоретичні засади щодо необхідності зростання ринкової

капіталізації компанії на основі вартісно-орієнтованого управління досить поглиблено розглянуто в неокласичній теорії управління фінансами (теорія розподілу Фішера) та в теорії організації.

Необхідним є зазначити, що модель неокласичної теорії охоплює дослідження розвитку ринку капіталу в умовах досконалого ринку. Теорема розподілу Фішера спирається на припущенні, що інтереси власників корпоративного підприємства полягають у зростанні ринкової вартості інвестиційних проектів, на розмір якої, відповідно до цієї фінансової моделі, не впливають джерела фінансування інвестицій та нормативно визначені способи розподілу дивідендів власників капіталу. При цьому, реалізація вартісної концепції управління підприємством передбачає розподіл функцій діяльності управлінського апарату на окремі сфери прийняття фінансових та інвестиційних рішень. Власники капіталу встановлюють оптимальну фінансову стратегію розвитку підприємства, у той час, як менеджмент компанії зосереджує свою діяльність на вибір оптимального портфелю інвестицій.

Спрямованість інвесторів на зростання доходу підприємства, що лежить в основі ефективного управління суб'єкта економіки, чітко простежується в теорії організації. Так, М. Дженсен та В. Меклінг (1976) в роботі «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure» відзначають виключний економічний інтерес власників капіталу на зростання ринкової вартості акціонерного капіталу, що є неможливим за низькорентабельної діяльності підприємства або при його збитковій діяльності. Добробут інвесторів забезпечується при перевищенні вкладених коштів після задоволення інтересів усіх зацікавлених сторін над альтернативними можливостями на ринку капіталу (очікуваннями інвесторів) [3, с. 28-30]. Тому, сутність вартісно-орієнтованого управління полягає в обґрунтованому та економічно доцільному управлінні операційною та стратегічною діяльністю підприємства на основі прийняття оптимальних бізнес-рішень на кожному рівні управління компанії з кінцевою метою максимізації її ринкової вартості. Збереження та відновлення акціонерної вартості підприємства є головним індикатором ефективності комплексної фінансової оцінки, яка надає об'єктивно характеризує фінансове благополуччя та перспективи економічного розвитку

організації. Концепція вартісного управління сприяє покращенню інвестиційної та фінансової політики підприємства за рахунок оптимального використання власних та позикових коштів, сприяючи зменшенню витрат на капітал та ринкової вартості акції.

У цілому можна виділити три основні концепції оцінки вартості – на основі вільного грошового потоку (концепція А. Раппапорта, концепція Т. Коупленда, Т. Колера та Дж. Муріна), на основі економічної доданої вартості (концепція Дж. Стерна, Б. Стюарта) та на основі грошової рентабельності інвестицій (концепція Т. Люїса).

Перший етап становлення вартісно-орієнтованого управління (Value based management, VBM) пов'язаний із концепцією А. Раппапорта, автора роботи «Створення вартості для акціонерів», який зазначив необхідність оцінки ефективності операційної, інвестиційної та фінансової стратегії підприємства на створення доданої акціонерної вартості (Shareholder Value Added, SVA). Вона в свою чергу визначається як різниця «між оцінкою вартості в разі впровадження аналізованої стратегії розвитку компанії і базовою величиною вартості, яка враховує поточну ринкову оцінку акцій компанії» [5, с. 254]. Розрахунок доданої акціонерної вартості наведений у ф-лі 1.1:

підприємства. Створення доданої вартості для акціонерів характеризується перевищенням рентабельності нових інвестицій компанії над середньозваженою вартістю капіталу (ROIC

які безпосередньо впливають на капіталізацію вартості організації у розрізі кореляційних взаємозв'язків між ними.

4. Корпоративне управління – формування системи узгодження інтересів стейкхолдерів підприємства на основі визначення ключових показників результативності та їх рівня для оцінки ефективності дії драйверів максимізації ринкової вартості організації. Важливою складовою цього етапу також є підвищення матеріальної зацікавленості сторін вартісно-орієнтованого управління та створення ефективної системи їх стимулювання відповідно до корпоративних положень, стандартів контрактних відносин тощо [3, с. 38-39; 9, с. 14].

Продовження емпіричного обґрунтування концепції А. Раппапорта акціонерної вартості з виділенням двох методів її розрахунку – сутнісної моделі та моделі економічного прибутку або доданої вартості, був пов'язаний з публікаціями Т. Коупленда, Т. Колера, та Дж. Муріна, які розширили постулати цієї теорії. Вчені розуміють вартісно-орієнтоване управління як систему менеджменту, спрямовану на покращення стратегічних та оперативних рішень на кожному рівні управління з максимальною концентрацією зусиль на зростання вартості компанії [5, с. 254]. При цьому, це досягається за рахунок одночасного використання моделей дисконтованого грошового потоку та економічного прибутку. За моделлю економічного прибутку вартість підприємства являє собою суму інвестованого капіталу та дисконтованої вартості майбутнього економічного прибутку, який в свою чергу, перевищує витрати на інвестований капітал (різниця між рентабельністю інвестованого капіталу (Return on invested capital, ROIC) та середньозваженою вартістю капіталу (Weighted average cost of capital, WACC) – дисконт-фактор приведення майбутніх грошових потоків до теперішньої вартості). Важливою особливістю концепції Коупленда-Колера-Мурріна є оцінка інвестованого капіталу з урахуванням всіх елементів матеріальних та нематеріальних активів, включаючи, не відображених в балансі підприємства. На відміну від моделі Раппапорта за методом дисконтованого грошового потоку, до поточної вартості прогнозного періоду після вирахування податків враховується

амортизація за вирахуванням або додаванням інвестицій в основний капітал та відповідно оборотного капіталу. При цьому, розрахунок капітальних затрат є аналогічним до моделі Рапппорта та визначається як середньозважена величина власного та залученого капіталу. Остаточна вартість підприємства за концепцією дисконтованого грошового потоку Коупленда-Коллера-Мурріна формується шляхом діленням вартості поточного інвестованого капіталу після оподаткування на дисконтовані капітальні витрати на даний момент оцінки.

Подальший розвиток вартісно-орієнтованого управління знайшов своє відображення в концепції Стерна-Стюарда. На початку 90-х рр. ХХ століття, коли менеджмент підприємств та фінансові аналітики спіткнулися з необхідністю трансформації бухгалтерської звітності до фінансових показників, тому Дж. Стерн та Б. Стюард запропонували модель економічної доданої вартості (EVA). Концепція EVA є варіацією залишкового доходу, яка передбачає економічну віддачу від інвестованого капіталу (зростання норми прибутковості капіталу) з покриттям прийнятого ризику інвестиційних вкладень стратегічним інвестором (затрат на залучення капіталу). Вони встановили в своїй вартісній моделі, що критерій росту прибутку підприємства як наслідок розширення виробництва та інвестицій в основний капітал без врахування його вартості, призводить до зменшення доданої вартості бізнесу за умов зростання вартості інвестованого капіталу.

Головними особливостями цієї моделі є можливість визначення вартості будь-якого майнового комплексу компанії та встановлення ефективності інвестованого капіталу в інтегральному відображенні операційної, фінансової та інвестиційної діяльності. Оскільки, в основі цієї концепції лежить принцип економічного прибутку, то її драйвером є показник економічної доданої вартості (Economic Value Added, EVA). Цей показник на відміну від звичного показника чистого прибутку в бухгалтерському обліку враховує втрачені вигоди або прибутки в альтернативних варіантах інвестування капіталу підприємства через обмеженість наявних ресурсів. Відповідно до моделі Стерна-Стюарда EVA розраховується як різниця між чистим операційним прибутком після оподаткування (Net operating profit after tax, NOPAT) та затратами на капітал (Capital Charge), які в свою чергу являють собою добуток

середньозваженої вартості капіталу (WACC) та величини інвестованого капіталу (IC):

прийняття управлінських рішень на користь подальшої підтримки інвестиційної стратегії підприємства.

### 3. Якщо EVA

де

підприємства спрямована на отримання максимального прибутку, управління вартістю майбутнього бізнесу та підвищення фінансової стійкості компанії на основі оптимального менеджменту грошових потоків є важливим вектором в фінансовій стратегії суб'єкта господарювання. На відміну від показника чистого прибутку, грошовий потік охоплює фінансовий аналіз співвідношення притоку та відтоку грошових засобів з врахуванням зносу та амортизації, капіталовкладень, дебіторської заборгованості, зміни в структурі власних оборотних засобів компанії [12, с. 29]. Дохідний підхід включає в себе метод дисконтування грошових потоків (метод DCF) та метод ринкової капіталізації, які походять з оціночного принципу інвестиційних очікувань власників капіталу щодо визначення поточної вартості майбутніх доходів підприємства.

За методом DCF вартість активу являє собою поточну вартість майбутнього грошового потоку, який генерується та прогнозується по оціночному активу. Цей метод базується на врахуванні усіх чинників, що впливають на вартість підприємства з використанням ретроспективної інформації щодо прогнозування майбутньої вартості суб'єкта економіки. Слід відмітити, що ринкова вартість підприємства оцінюється величиною вартості власного капіталу з урахуванням прогнозованої виробничої діяльності, до якої не входять надлишкові неопераційні активи, які не є чинниками формування грошового потоку підприємства. При цьому, за умови наявності надлишкового власного капіталу підприємства, вартість власного капіталу збільшується на цю величину та навпаки. За загальновизнаним аналітичним вираженням дисконтований майбутній дохід розраховується за наступною ф-лою 1.4:

Метод дисконтування грошових потоків представляє вартість активу як серію майбутніх очікуваних грошових потоків. Найбільш ефективна імплементація даного методу оцінки вартості компанії спостерігається у середніх та крупних підприємств, які мають довгостроковий позитивний фінансовий результат господарської діяльності та знаходяться на стадії росту або стабільного росту життєвого циклу розвитку підприємства. Найважливішою перевагою методу DCF є гнучка адаптація до будь-якої бухгалтерської системи та незмінність вільного грошового потоку з тісною кореляцією до ринкової вартості компанії. Для найбільш точного оцінювання вартості підприємства за дохідним підходом слід врахувати певні особливості його практичного застосування:

1. Встановлена прогнозна величина доходів підприємства мусить перевищувати виробничі можливості підприємства. До того ж, зростання виручки в прогнозному періоді повинне враховувати як ретроспективні тенденції розвитку організації, так і ринкові умови розвитку галузі.
2. Витрати підприємства повинні виключати суму нестандартних витрат, які завищують фактичну собівартість виробництва.
3. Прогнозування величини зносу повинно відповідати плану капітальних інвестицій підприємства.
4. Чистий прибуток повинен коректуватися на неопераційні витрати підприємства, пов'язані з утриманням об'єктів соціальної інфраструктури, та відповідати діючій системі оподаткування.
5. При дисконтуванні прогнозної величини грошових потоків до поточної, коефіцієнт поточної вартості розраховується на основі середньорічної ставки дисконту. Якщо вартість підприємства розраховується через дисконтування її величини в пострознозному періоді до поточного періоду, коефіцієнт поточної вартості визначається до кінця року.

За умов порівнянності майбутніх чистих доходів з поточними грошовими потоками, помірного темпу їх росту та позитивних інвестиційних очікувань, ефективним є використання ретроспективної фінансової інформації, що входить до методологічного базису методу капіталізації доходів. Тобто, даний метод

застосовується для оцінки вартості функціонуючого підприємства на етапі зрілості та в структурі активів якого, переважає швидкозношуване обладнання. Для підприємств із значною часткою необоротних активів, балансова вартість яких, зменшується, а фактична залишається на фіксованому рівні, найбільш доцільним буде застосування не методу капіталізації доходів, а методу дисконтування грошових потоків. Відповідно до методу капіталізації доходів, ринкову вартість бізнесу можна визначити за наступною ф-лою 1.5:

переважно знаходить своє застосування для підприємств малого та середнього бізнесу. В цьому випадку, вартість досліджуваного підприємства виражається обсягом середньорічного обороту впродовж останніх 10 років за вирахуванням екстремумів і встановлення середньоарифметичної оцінки ринкової вартості підприємства за останні 8 років. Проте, метод капіталізації прибутку виступає більш як допоміжний спосіб вартісної оцінки підприємства, що пов'язано із нерозвинутою ринковою кон'юнктурою; упередженістю статистичної інформації та фінансової звітності підприємства; мінливістю політичних та соціально-економічних чинників зовнішнього середовища; значних коливань грошових потоків підприємства у розрізі аналізованого періоду [11, с. 110-140].

### **1.3.2. Витратний підхід до оцінки вартості бізнесу**

Не дивлячись на те, що дохідний підхід є найбільш розповсюдженим та оптимальним для оцінки бізнесу, найбільш точним та ефективним у формуванні акціонерної вартості підприємства може стати використання витратного підходу. Безпосередньо ефективність використання даного методу оцінки вартості об'єкта дослідження полягає в тому, що він є найбільш доцільним для проведення оцінки об'єктів спеціального призначення або нового будівництва. У свою чергу його використання для оцінки унікальних об'єктів з історичною цінністю, естетичними характеристиками або зношених об'єктів може бути необ'єктивним, спираючись при оцінці лише на елементи витрат – ціну на землю, на робочу силу, витрати на основний виробничий фонд та інші елементи витрат. Сутність витратного підходу постає у застосуванні принципу заміщення, який передбачає найбільш оптимальний розподіл, збалансування та економічне розділення витрат за окремими бізнес-процесами досліджуваного об'єкта при формуванні його ринкової вартості.

У більш широкому розумінні витратний або майновий підхід до оцінки вартості підприємства розглядає її як здійсненні витрати підприємства на забезпечення його господарської діяльності. Вартість підприємства формується за

рахунок коректування його балансу. Оскільки, балансова вартість активів та зобов'язань піддається впливу інфляційних процесів, змін ринкової кон'юнктури, ринкова вартість підприємства не може ототожнюватися із балансовою. Тому, оціночна вартість власного капіталу за майновим методом представлена різницею між об'єктивною ринковою вартістю активів та поточною ринковою вартістю зобов'язань [12, с. 49-53]. В рамках витратного підходу можна виділити такі основні методи вартісної оцінки підприємства – метод чистих активів та метод ліквідаційної вартості.

Метод чистих активів у цілому вважається непрямим методом визначення акціонерної вартості підприємства, який полягає у розрахунку ринкової вартості об'єктів, що належать майну підприємства з подальшим визначенням вартості чистих активів. Розрахунок вартості підприємства за методом чистих активів можна представити за ф-лою 1.6:

- торгова марка, гудвіл, патенти, власна виробнича технологія, бази даних тощо).
2. Встановлення ринкової вартості коротко- та довгострокових інвестицій, дисконтування товарно-матеріальних запасів у поточну оцінювану вартість.
  3. Оцінка дебіторської заборгованості та витрат майбутніх періодів, дисконтування зобов'язань підприємства у поточну вартість.
  4. Підсумовування вартості матеріальних та нематеріальних активів підприємства, що буде відображено у реальній ринковій вартості майна підприємства.
  5. Виключення із суми вартості активів підприємства суми вартості зобов'язань компанії, що у результаті становитиме власний капітал підприємства.

Вартісна оцінка підприємства за методом чистих активів є найбільш оптимальною для підприємств із значним обсягом матеріальних активів в структурі капіталу підприємства, діяльність якого, фіксує інвестиційні очікування на його подальше функціонування на ринку. Проведення оцінки ринкової вартості підприємства за методом чистих активів передбачає аналіз бухгалтерської звітності, внутрішньої звітності та фінансової звітності організації. Остання охоплює оцінку величини чистого прибутку, фінансового ризику та ринкової вартості матеріальних та нематеріальних активів підприємства. Зокрема, для оцінки кожного елемента майна суб'єкта господарювання в загальному обсязі активів підприємства, проводиться аналіз документів фінансової звітності – бухгалтерського балансу, звіту про фінансові результати підприємства, звіту про рух грошових коштів та інше. При цьому, для отримання коректної оцінки вартості підприємства з урахуванням темпу інфляції та змін ринкової кон'юнктури, важливою складовою майнового методу є коректування даних балансу підприємства – інфляційне коректування та звіт інфляційних змін цін ретроспективного операційного періоду при формуванні прогнозів грошових потоків та ставки дисконту [11, с. 110-113; 12, с. 49-50].

При ліквідації підприємства або при аукціонному продажу активів, його вартість оцінюється за методом ліквідаційної вартості. За цим методом вартість економічного суб'єкта являє собою різницю між сумарною вартістю активів

підприємства та затратами на його ліквідацію. Мінімально можлива ціна бізнесу, за яку власники підприємства зможуть здійснити продаж його майна визначається за ф-лою 1.7:

5. Будовання графіка реалізації майна, який наглядно зображує сумарну величину виручи від реалізації матеріальних та нематеріальних активів підприємства під час ліквідації активів.
6. У період після реалізації активів підприємства покривається сума поточної заборгованості та здійснюються виплати суб'єкта господарювання за зобов'язаннями на основі перерозподілу грошових коштів між кредиторами за умовою пріоритетності – за привілейованими акціями [11, с. 198-199].

### **1.3.3. Порівняльний підхід до оцінки вартості бізнесу**

Порівняльний підхід для визначення вартості підприємства використовується при існуванні активного ринку порівнюваних об'єктів власності, який в свою чергу характеризується стійким станом розвитку без швидкої зміни оточуючого середовища. Особливістю даного методу оцінки ринкової вартості підприємства полягає в орієнтації на ринкове коректування вартості акціонерного капіталу між порівнюваними підприємствами. Оцінка вартості компанії зосереджена на врахуванні ринкових цін купівлі-продажу акцій та досягнутих фінансових результатів підприємства. В залежності від об'єкта, умов та цілей оцінки порівняльний підхід складається з наступних методів: з методу ринку капіталу, з методу угод та з методу галузевих коефіцієнтів [12, с. 46-49].

За методом ринку капіталу або методом компанії-аналогу основним орієнтиром для визначення вартості оцінюваної компанії є ринкові ціни акцій аналогічних компаній, сформовані фондовим ринком. За економічно обґрунтованого коректування інформаційної бази, порівняльний підхід дозволяє визначити вартість оцінюваного підприємства. В основному метод використовується для оцінки вартості компаній, які зосереджують в структурі свого майна значний обсяг матеріальних та фінансових активів. Поточне котирування міноритарних акцій, які знаходяться у вільному продажі є вихідною базою для прийняття інвестиційних рішень власників капіталу за принципом заміщення щодо спрямування

інвестиційних потоків в оцінюване підприємство або в альтернативні компанії. Для цього першочерговим завданням можна вважати оцінку бізнесу за ринковою та фінансовою інформацією. Ринкова інформація покликана надавати цінову інформацію щодо купівлі-продажу акцій підприємств, кількості акцій в обігу, стану фінансового ринку, пропозиції стосовно купівлі/продажу цінних паперів та інше. Ступінь схожості аналогів з об'єктом оцінки досягається за рахунок аналізу фінансової інформації, яка включає в себе бухгалтерську та фінансову звітність.

Основою проведення вартісної оцінки підприємства за методом компанії-аналогу є пошук та відбір порівнюваних підприємств. Визначення потенціальних підприємств-аналогів, які порівнюватимуться із об'єктом оцінки, передбачає перш за все вибір оптимальних критеріїв їх співставлення – галузева приналежність, розмір компанії, фінансовий ризик, якість менеджменту тощо. Після складання остаточного списку порівнюваних підприємств, необхідним є проведення співставлення фінансових показників фірм-аналогів, аналізуючи баланси підприємств, звіти про прибутки та збитки. Фінансові коефіцієнти, які розраховуються на основі досліджуваної інформаційної бази, а саме: частка чистого прибутку в структурі виручці від реалізації, частка власного капіталу в сумарній величині джерел фінансування підприємства, коефіцієнти ліквідності та обігу капіталу, підлягають коректуванню на основі введення допоміжних показників таких, як медіана або середньоарифметичне значення. Таким чином, величина мультиплікатора досягається за рахунок відсічу максимальних та мінімальних величин і розрахунку середнього значення по групі. Визначення остаточної ринкової вартості підприємства передбачає використання цінових мультиплікаторів або вартісних індикаторів для кожної компанії-аналога, який за своєю економічною суттю є співвідношенням між ринковою ціною підприємства та результатами виробничої, та фінансової діяльності. Оціночна практика передбачає поділ цінових мультиплікаторів на інтервальні (ціна/прибуток, ціна/грошовий потік, ціна/дивідендні виплати, ціна/виручка від реалізації) та моментні (ціна/балансова вартість, ціна/чиста вартість активів) цінові вартісні індикатори. Їх ціноутворення складається з визначення капіталізації власного капіталу підприємства-аналога (як

добуток вартості акції компанії-аналога на кількість акцій в обігу) та визначення фінансових показників (прибуток, виручка від реалізації та інше) у формі співвідношення цих показників. Підсумкова вартість підприємства коректується відповідно до умов оцінки бізнесу портфельною знижкою, до складу якої, входить портфельна знижка – при наявності не функціонуючих активів, низької ліквідності та премій за елементи контролю.

Метод угод або метод продаж містить в собі однаковий економічний результат визначення вартісної оцінки підприємства як і метод ринку капіталу, але, на відміну від методу компанії-аналогу, цей спосіб враховує премію за елементи контролю при формуванні ринкової вартості організації. Тобто, метод угод враховує ціни на купівлю підприємства або його контрольного пакету акцій. Методологія розрахунку вартості компанії ототожнюється з її розрахунком за методом ринку капіталу, проте, вихідна цінова інформація, на яку спирається метод продаж охоплює або дані про ціну однієї акції без елементів контролю, або про ціну контрольного пакету з премією за елемент контролю. У даному випадку оцінювана фірма діє на ринку як закрите акціонерне товариство та акції підприємств-аналогів не котуються на фондовій біржі. Тому порівняння підприємства з іншими дозволяє визначити найбільш оптимальну ціну з точки зору попиту та пропозиції на ринку.

Що стосується методу галузевих коефіцієнтів або методу галузевих співвідношень, то він використовується переважно для малих підприємств та має допоміжний характер визначення вартості підприємства. Метод заснований на аналізі продаж бізнесу та використанні співвідношення між ціною продажу та певним фінансовим параметром. Вихідною базою для розрахунку галузевих коефіцієнтів вважаються результати статистичних спостережень за співвідношенням між ціною власного капіталу підприємства та його виробничо-фінансовими показниками господарської діяльності. Ціноутворюючий процес враховує галузевий коефіцієнт та рівень чистого доходу або виручки від реалізації продукції. При цьому, метод галузевих коефіцієнтів є єдиним методом визначення вартості бізнесу, що спирається на ринкову оцінку галузевого ризику та таким чином – на уніфікацію оцінки бізнесу.

## РОЗДІЛ 2.

### АНАЛІЗ ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ АТ «УКРЗАЛІЗНИЦЯ»

#### **2.1. Організаційна структура управління суб'єкта господарювання як один з основних факторів підвищення рівня його капіталізації**

На сьогоднішній день однією із найважливіших імплементацій стратегічно визначених напрямків та пріоритетів організаційного розвитку акціонерного товариства «Українська залізниця» (далі – УЗ, Товариство або Компанія) є реорганізація національного перевізника з регіональної структури в бізнес-вертикалі. Переорієнтація дволанкової структури управління, заснованої на галузевому, функціональному та територіальному підході побудови лінійно-функціональних зав'язків між управлінськими рівнями на вертикально-інтегровану структуру управління, є передумовою підвищення ефективності функціонування залізничного транспорту в умовах євроінтеграційного розвитку країни.

Позитивний зовнішньо-економічний ефект побудови нової структури взаємовідносин учасників процесу залізничних перевезень матиме своє відображення у прискоренні темпів європейської інтеграції, налагодженні міжнародного економічного співробітництва та підвищенні конкурентоспроможності Компанії на світовому ринку транспортних послуг. Реформування системи управління залізничною галуззю в першу чергу має нормативно-правове підґрунтя із впровадженням норм ратифікованих міжнародно-правових документів в сфері регулювання транспортної діяльності та на основі цього, міжнародного співробітництва в галузі транспорту. Відповідно до п. 1 ст. 368 Угоди про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони (далі – Угода про асоціацію), «співробітництво між Сторонами має на меті сприяння реструктуризації та оновленню транспортного сектору України і поступовій гармонізації діючих стандартів та політики з існуючими в ЄС, зокрема

шляхом впровадження заходів, викладених у Додатку ХХХІІ до цієї Угоди». У свою чергу забезпечення оперативної сумісності української та європейської транспортних систем підкреслюється у п. с) ст. 369 Угоди про асоціацію, яка передбачає «...удосконалення інфраструктурної політики з метою кращого визначення й оцінки інфраструктурних проектів щодо різних видів транспорту. Розвиток стратегій фінансування, спрямованих на утримання, усунення перешкод у пропускній здатності та розвиток неповної інфраструктури, а також активізацію і сприяння участі приватного сектору в транспортних проектах відповідно до Додатка ХХХІІІ до цієї Угоди» [13]. Забезпечення відповідності організаційної структури управління Товариства сучасним умовам розвитку ринкової економіки країни із євроінтеграційним зовнішньополітичним курсом держави, законодавчо встановлено у Концепції Державної програми реформування залізничного транспорту. Реформування залізничної галузі за цією Програмою перш за все спрямоване на створення вертикально-інтегрованої системи управління галуззю, основними напрямками якої, слід вважати:

1. Забезпечення демонополізації залізничної галузі за видами комерційної діяльності із розмежуванням природно-монопольного і конкурентного секторів. Це є необхідною умовою для виокремлення функцій господарювання та державного управління із розвитком роздержавленого конкурентного середовища, забезпечення рівної підприємницької доступності до користування інфраструктурою та ринку послуг залізниці для іноземних інвесторів та інших суб'єктів господарювання.
2. Впровадження корпоративної моделі системи управління залізничним транспортом, адаптованої до ринкових умов господарювання, яка спричинить синтез централізованого управління галуззю з ринковим механізмом господарювання. Таким чином, залізничний транспорт діятиме як єдиний виробничо-технологічний комплекс із окремими організаційно-технологічними ланками залізничного транспорту (залізницями, які відносяться до державної форми власності), що дозволить найбільш економічно ефективно сконцентрувати та розподілити матеріальні та

фінансові ресурси, забезпечити прозорість фінансової діяльності залізниці, наблизитися до рівня європейських і світових стандартів врегулювання діяльності галузі та підвищити інвестиційну привабливість залізничних перевезень.

3. Наближення системи управління залізничного транспорту України до вимог європейської і світової транспортної системи в умовах євроінтеграційних перетворень. Як наслідок, управління залізничною галуззю здійснюватиметься, виходячи з уніфікації та систематизації організаційно-правових, економічних і техніко-технологічних принципів управління та організаційно-правової форми господарювання, що буде максимально аутентично імплементувати норми європейського законодавства в транспортну політику України [14].

Перехід УЗ до вертикально-інтегрованої структури управління як сучасної ефективної процесно-орієнтованої системи менеджменту, що містить лібералізацію доступу до залізничної інфраструктури та структурно визначену зміну з квазімонопольного транспортного підприємства на ринковоорієнтованого національного перевізника з прозорою структурою управління, економічно обґрунтований в Стратегії акціонерного товариства «Українська залізниця» на 2019-2023 роки [15].

Перепідпорядкування структурних підрозділів Товариства полягає у виокремленні чотирьох вертикалей як окремих бізнес-одиниць виробничо-технологічного комплексу холдингу АТ «Укрзалізниця»: вантажних перевезень та логістики, пасажирських перевезень, виробництва та сервісу, інфраструктури, непрофільних активів. При цьому, керуючою ланкою, яка формує організаційно-розпорядчу вертикаль із управлінськими функціями організації, планування та контролю у розрізі стратегічної діяльності зазначених бізнес-вертикалей, є корпоративний центр (див. дод. А). При більш детальному розгляді цільової структури Компанії слід виділити ключові особливості підпорядкування, функціонування та реалізації господарської діяльності кожної вертикалі в рамках вертикально-інтегрованої структури компанії-холдингу.

Бізнес-сегмент вантажних перевезень та логістики передбачає введення наступних структурних перетворень в сфері стратегічного розвитку вантажних перевезень, комерційних продуктів та послуг сегмента логістики:

1. Виокремлення діяльності з вантажних перевезень від діяльності з оперування інфраструктури Компанії, що зумовлює відкриття ринку перевезень. Це є необхідним заходом імплементації директив ЄС з розвитку міждержавного партнерства в сфері перевезень та логістики, зокрема, транспортно-експедиторських та термінально-складських послуг. Так, п. п. 3 та 4 Директиви Ради 95/18/ЄС від 19 червня 1995 року «Щодо залізничних підприємств» постановляє, що «...єдиний ринок повинен включати простір без внутрішніх перешкод, у якому забезпечується вільний рух товарів, осіб, послуг та капіталів» та «...принцип свободи надання послуг повинен застосовуватися у залізничному секторі, враховуючи специфічні характеристики цього сектору» [16]. Тобто, розподіл послуг з перевезення та інфраструктури повинні включати організаційне та фінансове виокремлення цих сфер діяльності, що сприятиме формуванню фінансово-економічної моделі з чітким та прозорим розподілом фінансових потоків за видами діяльності, та підвищення інвестиційної привабливості національних залізниць за рахунок реструктуризації активів. При цьому, відбувається відділення монопольного становища ринку залізничних перевезень (послуги інфраструктури, локомотивної тяги, управління рухом поїздів та іншу) від ринково конкурентних сегментів, таких як оперування вантажними вагонами, надання логістичних послуг, здійснення ремонту рухомого складу [15]. Наразі відокремленими філіями Товариства законодавчо встановлені Пасажирська компанія, Вокзальна компанія, філія вантажних перевезень «УЗ Карго» та оператор інфраструктури «УЗ Інфра».
2. Формування конкурентних переваг операційної ефективності вантажних перевезень за допомогою централізованого оперування вагонними парками локомотивів та вагонів. Вихід на нові сегменти транспортного ринку забезпечується розробкою нових транспортних продуктів – надання

операторських послуг, експедиторських послуг/контрактної логістики, мультимодальних перевезень, контейнерних перевезень та термінальних послуг. Зокрема, діяльність філії «УЗ Карго» спрямовується на нарощування обсягів перевезень тяговим рухомим складом, що знаходиться в Компанії в оперуванні. Першочерговим завданням в рамках підвищення потенціалу Товариства на міжнародному транспортному ринку є охоплення не тільки малорентабельних часток ринку та здійснення стандартного перевезення масових вантажів (вугілля, залізородна сировина, чорні та кольорові метали, зернові хімікати, нафтопродукти), але й лібералізація ринку залізничних перевезень у внутрішньому, експортно-імпортному та транзитному сполученнях з допуском на залізничну магістраль і приватних операторів рухомого складу.

Бізнес-вертикаль пасажирських перевезень як фінансово-обґрунтований сегмент бізнесу, який характеризується постійним підвищенням мобільності населення, посиленням радіальних та діаметральних пасажиропотоків перш за все реформується утворенням філій та залежних господарських товариств. Їх головна роль у сфері задоволення високого попиту на ринку залізничних перевезень визначається виконанням таких господарських аспектів операційної діяльності УЗ як перевезення пасажирів, надання супутніх послуг, забезпечення ремонту, технічного обслуговування та екіпірування пасажирського рухомого складу. Це, зокрема, встановлено у п. 2 ст. 2 Закону України «Про залізничний транспорт» (далі – Закон), який регламентує наступне: «підприємства залізничного транспорту у взаємодії з іншими видами транспорту повинні своєчасно і якісно здійснювати перевезення пасажирів і вантажів, забезпечувати безпеку руху, розвивати сферу транспортного обслуговування народного господарства та населення» [17].

Також характерною рисою для цієї бізнес-вертикалі є поділ далекого сполучення на суспільно-важливий та комерційний сегмент. Перший сегмент пов'язаний із регламентацією центральними органами виконавчої влади організації перевезень за державним замовленням із відшкодуванням витрат на забезпечення утримання, функціонування та відновлення основних фондів та нематеріальних

активів. Зокрема, норма п. 10 ст. 10 Закону встановлює: «Кабінет Міністрів України щорічно встановлює АТ «Укрзалізниця» державне замовлення щодо перевезень пасажирів і вантажів, введення нових потужностей, модернізації технічних засобів, порядку і розмірів виділення необхідних для цих потреб коштів з Державного бюджету України».

При цьому, п. 6 ст. 9 Закону захищає на законодавчому рівні права соціально незахищених верств населення, встановлюючи для них пільгові тарифи, збитки від застосування яких, для залізничного транспорту загального користування «відшкодовуються за рахунок державного або місцевих бюджетів залежно від того, яким органом прийнято рішення щодо введення відповідних пільг» [17]. У свою чергу, комерційний сегмент пасажирських перевезень охоплює перевезення у купейних вагонах та спальних вагонах, а також швидкісні та прискорені перевезення. Ціноутворення на дані перевезення базується на економічно обґрунтованому рівні рентабельності із забезпеченням утримання та відновлення основних виробничих фондів.

Вертикально інтегрована структура управління інфраструктурою УЗ уповноважена забезпечувати безперебійну експлуатацію залізничних колій, інженерних споруд, пристроїв автоматики та телекомунікацій, місцевих і технологічних електричних мереж, що є основними бізнес-ланками перевезення пасажирів та вантажів. До складу її структурних підрозділів входять наступні господарства: колійне, сигналізації та зв'язку, електропостачання, перевезення, будівель і споруд. Дана вертикаль в умовах структурного реформування Товариства розподілить суміщений рух вантажних і пасажирських поїздів, що спричинить збільшення полігону курсування прискорених пасажирських поїздів та оптимізацію використання інфраструктурної мережі з відповідним розподілом виробничих функцій з експлуатації, ремонту, будівництва, реконструкції, технічного переоснащення за видами діяльності.

Створення та введення в експлуатацію нових засобів виробництва (зокрема, тягового рухомого складу), їх ремонт та модернізація покладена в основу господарської діяльності бізнес-вертикалі виробництва та сервісу. Основним

елементом в сфері підвищення продуктивності праці, безпеки залізничного руху та якості пасажирських перевезень є структурний розподіл діючої системи виробництва та сервісу за видами діяльності на експлуатаційний та ремонтний операційний напрямки. При цьому, не менш важливим є оптимізація ремонтних робіт рухомого складу за принципом продуктової спеціалізації та організаційного розподілу структурних виробничих підрозділів на ремонт певних деталей та запчастин основних засобів, що в перспективі стане каталізатором збільшення міжремонтних термінів експлуатації основного виробничого фонду Компанії.

Обрання стратегічного вектору розвитку УЗ з урахуванням вертикально-інтегрованої структури управління охоплює всі етапи створення акціонерної доданої вартості з оптимізацією розподілу залучених ресурсів на кожному етапі виробничо-операційного циклу та досягненням високих темпів економічного зростання в довгостроковій перспективі. Особливо в умовах євроінтеграції актуальним є перейняття досвіду європейських країн щодо структурного реформування залізничного транспорту, а саме, побудови вертикально-інтегрованої державної монополії з відкриттям доступу до залізничної інфраструктури та лібералізацією ринку транспортних послуг, розмежуванням конкурентної діяльності (сегмент залізничних перевезень, сервісні операції) від природної монополії (управління інфраструктурою). Зокрема, одним з базових політичних документів в сфері залізничного транспорту – Директивою Ради 91/440/ЄЕС від 29 липня 1991 року «Про розвиток залізниць Співтовариства», регламентовано: відокремлення управління інфраструктурою та перевезеннями; відкриття доступу суб'єктам господарювання до користування залізничною інфраструктурою на основі недискримінаційного підходу, включаючи, для міжнародних комбінованих перевезень; надання права доступу іноземним економічним суб'єктам до виконання міжнародних вантажних і пасажирських перевезень та інше. Імплементация вертикально-інтегрованої структури управління спричинить позитивний загальноекономічний ефект на підвищення рівня конкурентоспроможності залізничного транспорту України на ринку транспортних послуг, а отже, і на рівень її акціонерної вартості.

## 2.2. Аналіз майнового стану АТ «Укрзалізниця»

Відповідно до ст. 1 п. 1 Закону України «Про особливості утворення акціонерного товариства залізничного транспорту загального користування» до майна залізничного транспорту загального користування належать «будівлі, споруди, об'єкти незавершеного будівництва, об'єкти соціальної сфери, транспортні засоби, обладнання, устаткування, інвентар, інші матеріальні цінності та нематеріальні активи, цінні папери, корпоративні права держави, право постійного користування земельними ділянками, а також інші майнові права, включаючи права на об'єкти інтелектуальної власності, кошти, у тому числі в іноземній валюті» [18]. Аналіз змін в складі та структурі майна, співвідношення оборотного та необоротного капіталу, динамічні зрушення запасів, дебіторської заборгованості та грошових коштів, є невід'ємною частиною оцінки фінансового стану підприємства.

Для більш комплексного аналізу трендових змін в структурі активів Товариства, більш економічно доцільно вдатися перш за все до вертикального та горизонтального аналізу балансу підприємства (див. табл. 2.1), поглибити дослідження за рахунок аналітичних таблиць, які охоплюють зміни структурних зрушень нематеріальних та матеріальних активів. Розрахувавши абсолютні та відносні показники, базисні темпи зростання статей балансу та звіту про фінансові результати можна більш детально розглянути рівень ефективності використання майна залізниці, надати характеристику господарського руху її активів, визначити рівень забезпеченості процесу виробництва матеріально-технічною основою [19, с. 75-76]. За значенням коефіцієнта співвідношення оборотних та необоротних активів, в першу чергу, слід відмітити, що структура активів УЗ є важкою, оскільки частка необоротних активів складає в основному більш ніж 40% протягом досліджуваних операційних періодів. Так, оборотний капітал склав лише 5% у 2018/2020 рр., 6% та 8% у 2017/2019 рр. відповідно. Це є головною ознакою зниження ліквідності балансу підприємства, оборотності коштів підприємства та значної чутливості прибутку Товариства щодо зміни доходу від реалізації продукції.

Таблиця 2.1

## Оцінка стану та аналіз структури майна АТ «Укрзалізниця»

Показник	Відхилення					
	в абсол. величинах, грн			Питома вага, %		
	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2017/2018	2018/2019	2019/2020
Майно	1 063 804	3 501 457	-1 300 383	-	-	-
1. Необоротні активи:	4 411 716	-4 088 235	-4 277 498	1,28	-2,77	2,41
1.1. Основні засоби	1 959 367	-3 146 070	-4 329 143	0,38	-2,34	2,15
1.2. Інвестиції в асоційовані підприємства	59 393	45 363	-8 064	0,02	0,01	2,56
1.3. Інші довгострокові фінансові активи	-2000	-6 921	3 969	-0,01	-	-
2. Оборотні активи:	-3 347 912	7 589 692	- 7 022 885	-1,28	2,76	- 2,41
2.1. Запаси	463 611	247 537	-403 507	0,17	0,04	-
2.2. Торгова та інша дебіторська заборгованість	123 279	-345 861	-85 994	0,05	-0,14	- 0,02
2.3. Грошові кошти та їх еквіваленти	-3 937 162	5 729 410	-4 483 690	-1,49	2,13	- 1,63

У цілому структура майна УЗ характеризується зменшенням частки оборотного та необоротного фондів, що є наслідком незадовільного технічного стану активів, критичного рівня резервів відтворення матеріально-технічної складової майна Товариства та погіршення фінансового стану підприємства. Так, основні засоби та довгострокові інвестиції як найбільш вагомі частки майна залізниці на 2019/2020 р., а також запаси та грошові кошти, як основні складові оборотного капіталу майна УЗ, набули від'ємного значення через недозавантаженість основного виробничого фонду підприємства та недоформування резервної бази на його модернізацію. В довгостроковій перспективі це негативно вплине на ефективність діяльності УЗ та рівня її фінансової стійкості.

На основі структурного аналізу даних Консолідованого звіту про фінансовий стан АТ «Укрзалізниця» упродовж 2017-2020 рр. можна визначити склад та структурні зрушення оборотного капіталу Товариства [21]. Аналізуючи операційні

періоди діяльності Компанії можна побачити, що основу оборотного капіталу складають запаси (запасні частини, матеріали, інструменти та пальне) та грошові кошти, та їх еквіваленти (див. табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Аналіз майнового стану АТ «Укрзалізниця» за динамікою та структурою змін оборотних коштів за 2017-2020 рр.

Показник	Модифікації за період, грн			Питома вага показника в структурі оборотних активів, %			
	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2017	2018	2019	2020
Абсолютне, грн, в т. ч.:	-3 347 912	7 589 692	-7 022 885	-	-	-	-
1. Запаси, грн	123 279	247 537	-403 507	-	-	-	-
% до оборотних активів	19,12	-27,34	22,77	54,78	73,90	46,56	69,33
2. Торгова та інша дебіторська заборгованість, грн	123 279	-345 861	-85 994	-	-	-	-
% до оборотних активів	-2,62	-4,99	1,18	5,72	8,34	3,35	4,53
3. Грошові кошти та їх еквіваленти	-3 937 162	5 729 410	-4 483 690	-	-	-	-
% до оборотних активів	-23,35	25,19	-15,75	33,77	10,42	35,60	19,85

Станом на 2020 р. величина запасів в структурі оборотних коштів УЗ продовжила позитивну динаміку за досліджувані періоди – на 14,6% більше, ніж у 2017 р., доля яких за усередненим показником в майні підприємства сягає 69,3%. Найбільш динамічне зростання простежується у 2017 р. – на 2 292,07 млн грн та у

2018 р. – на 463,61 тис грн, що було зумовлено створенням стратегічного запасу палива (переважно дизельного пального), запасних частин і сировини як гарантії забезпечення безперебійного функціонування АТ «Укрзалізниця», ремонту та оновлення основних виробничих фондів, зокрема, модернізації рухомого складу. Створення стратегічного резерву запасів є доцільним в умовах високих інфляційних темпів зростання цін, дефіциту сировини та досить значному виробничому споживанню, яке у річному розрізі сягає близько 300-350 тис т. Найбільша частка серед запасів станом на 2020 р. припадає на паливо (65%), запасні частини (61%) та масла та мастильні матеріали (46%), план забезпечення яких у відносному значенні до 2017 р., зменшився на 26,1%, 42,3% та 51,8% відповідно. Проаналізувавши план матеріально-технічного забезпечення Компанії можна побачити, що у 2017 та 2018 рр. обсяг виконання плану сягнув найбільше значення – 83% та 97%, що порівняно із 67% та 53% у 2019 та 2020 рр. більше на 16% та 44% відповідно. У період 2019-2020 рр. його рівень знизився на 30% та 14% по відношенню до попереднього року відповідно. Це пов'язано із запровадженням Програми енерго-, ресурсозбереження на залізничному транспорті на 2019-2020 роки, яка дозволила у 2020 р. зекономити 40,7 тис т палива орієнтовною вартістю у 416,6 млн грн, що відповідає 2,2 % загальної річної кількості спожитих енергоресурсів. У порівнянні із 2017 р. економія енергоресурсів в 2020 р. збільшилася на 27,2%, включаючи дизельного палива – на 72,7% та електроенергії – на 15,6%. У цілому рівень енергоємності залізничного транспорту у 2020 р. щодо 2019 р. знизився на 5,3%, у період 2019-2018 рр. – на 3,6% та впродовж 2017-2018 рр. – на 0,17%. Тобто з 2018 р. Товариство за 3 операційні періоди покращило енергетичну та фінансово-економічну ефективність роботи.

Що стосується грошових коштів та їх еквівалентів, то у 2018 р. та 2020 р. простежується суттєве зменшення їх величини на 21,79% та 36,31% до попередніх відповідних років, а абсолютне відхилення за 2020 р. по відношенню до 2019 р. досягнуло 7 119, 05 тис грн. Зокрема, грошові кошти на банківських рахунках у 2020 р. зменшилися на 3 444,96 тис грн та у 2018 р. – 3 993, 38 тис грн, а короткострокові високоліквідні інвестиції зі строком погашення до трьох місяців (короткострокові

депозити) на 969 808 тис грн у 2020 р. Це було зумовлено суттєвим збільшенням видатків на інвестиційну діяльність, зменшенням чистого грошового потоку від операційної діяльності внаслідок збільшення видатків на забезпечення операційної діяльності, повернення частини фінансових зобов'язань та придбання запасів, зменшенням видатків на фінансову діяльність.

Торгова та інша дебіторська заборгованість показала тенденцію до зменшення, так, її частка в структурі обігових коштів на 2020 р. склала 4,53%, що на 1,19% менше аналогічного показника на 2017 р. Проте, це не можна охарактеризувати як позитивний економічний тренд в ефективності використання оборотного капіталу, оскільки, це більш пов'язано із зменшенням відвантаження продукції, зумовленого, зниженням ділової активності підприємства, а не за рахунок скорочення періоду її погашення.

Упродовж 2017-2019 рр. зниження періоду обороту оборотних активів Товариства було свідченням покращення фінансового менеджменту підприємства, оскільки, майно здійснювало свій кругообіг швидше, тим самим оптимізуючи фінансові витрати на його фінансування та вивільняючи фінансові ресурси на інтенсифікацію операційної, фінансової та інвестиційної діяльності (див. табл. 2.3). Але, у 2020 р. період обороту фактично набув значення базового періоду – 2017 р., що говорить про збільшення залучення фінансових ресурсів на фінансування оборотних активів та зниженням рівня матеріального відтворення оборотного капіталу, зумовленого погіршенням ефективності управління матеріальними запасами та дебіторською заборгованістю. Коефіцієнти загальної оборотності та оборотності запасів до 2019 р. мав слабку тенденцію до збільшення, проте, це свідчить про відносне зростання ефективності використання обігових коштів, зменшення виробничих запасів та незавершеного виробництва, а також більш ліквідну структуру оборотних активів Компанії. Проте, станом на 2020 р. простежується критичне уповільнення обороту запасів товарно-матеріальних цінностей через їх надлишкове накопичення, збільшення обсягів незавершеного виробництва та залишків готової продукції. Окремо слід закцентувати увагу, що зменшення оборотності активів, зокрема, починаючи з періоду їх найбільш

позитивного значення у 2018 р., говорить про господарсько-виробничу необхідність залучення додаткових коштів для забезпечення безперебійного бізнес-процесу Товариства, що негативно вплинуло на фінансові результати господарської діяльності підприємства та його фінансової стійкості.

Таблиця 2.3

Аналіз ефективності використання оборотних активів АТ «Укрзалізниця» за 2017-2020 рр.

Показник	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2020 р.	Відносне відхилення 2020/2019 рр., %
Період обороту, днів	76	59	63	77	22
Коефіцієнт оборотності	4,75	6,09	5,71	4,84	-15
Коефіцієнт оборотності запасів	10,17	9,64	10,03	8,43	-16
Коефіцієнт завантаження	0,21	0,16	0,18	0,21	17
Відносне вивільнення, тис грн	13 349 960	-3 938 441	1 003 916	2 928 002	192
Вплив оборотності оборотних активів на прибуток, тис грн	7 988 420	153 496	191 134	2 532 945	1 225

У 2019 р. та у 2020 р. можна побачити, що зменшення прискорення процесу обертання обігових коштів призвело до зменшення величини виробленої продукції та річного прибутку. За аналізом динаміки коефіцієнта завантаження оборотних активів можна побачити, що участь оборотних активів в кожній гривні реалізованої продукції мало позитивну тенденцію до зменшення особливо в період 2018-2019 рр., що свідчило про більш ефективне використання оборотного капіталу в порівнянні із 2019 та 2020 рр. Якщо розглянути динаміку відносного вивільнення обігових коштів, то можна побачити, що після 2017 р. стан вивільнених матеріальних ресурсів та джерел їх формування поступово показує позитивну тенденцію до прискорення вивільнення оборотних активів. Це зумовлює поступове створення додаткових резервів для розширення виробничих можливостей та вивільнення

грошових ресурсів, покращує оптимізацію використання матеріально-технічної бази Компанії.

Аналізуючи дані складу динаміки необоротних активів Товариства слід відзначити, що починаючи з 2019 р. величина основних засобів в структурі необоротних активів УЗ показала тенденцію до зменшення (див. табл. 2.4). Якщо у 2017 р. їх абсолютна величина складала 235 741, 86 тис грн, то у 2020 р. основні виробничі засоби сягнули 230 226,02 тис грн. Це пов'язано із динамічним збільшенням критичної зношеності інфраструктури національного перевізника, яку у відсотковому вираженні можна охарактеризувати наступним чином: вантажних вагонів – 91%, пасажирських вагонів – 87%, дизель-поїздів – 94%, електропоїздів – 85% та інших елементів інфраструктури (контактні опори, засоби зв'язку та автоблокування, елементи колії тощо) – більше 50%.

Таблиця 2.4

Аналіз майнового стану АТ «Укрзалізниця» за динамікою та структурою змін необоротних активів за 2017-2020 рр.

Показник	Модифікації за період, грн			Питома вага показника в структурі необоротних активів, %			
	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2017	2018	2019	2020
Абсолютне відхилення необоротних активів (НА), грн, в т. ч.:							
4 411 716	-4 277 498	-4 329 143	-	-	-	-	
1. Основні засоби, грн	1 959 367	-4 329 143	-4 329 143	-	-	-	-
% до НА	-0,88	0,28	-0,12%	94,67	93,77	94,05	93,92
2. Інвестиції в асоційовані підприємства, грн	59 393	45 363	-8 064	-	-	-	-
% до НА	0,02	-0,03	-	0,25	0,27	0,3	0,3

## Продовження табл. 2.4

3. Інші довгострокові фінансові активи, грн	-2000	-6 921	3 969	-	-	-	-
% до НА	-	-	-	0,04	0,04	0,04	0,04
4. Відстрочений податковий актив, грн	-317 739	71 068	67 034	-	-	-	-
% до НА	-0,13	0,03	0,03	0,15	0,02	0,05	0,08

У порівнянні із 2018 р., на який припало стрімкий зріст капітальних інвестицій на закупівлю нового рухомого складу та оновлення інфраструктури – 16 590, 23 тис грн, з яких 59% припадає на придбання основних засобів та 54,3% – на їх модернізацію, що було пов'язано із значним накопичення упродовж 2016-2017 рр. на рахунках Товариства власних коштів та залученням лізингових коштів. На 2020 р. їх рівень різко набув негативного рівня через пандемію COVID-19 та запроваджені карантинні обмеження. Тому, план з капітальних інвестицій на 2020 р. досяг 8 442, 3 тис грн, що на 49,11% менше ніж у 2018 р. та у відсотковому вираженні складає 66,8%. Наприклад, абсолютне зміну найбільш вагомих статей капітальних інвестицій за їх пріоритетними напрямками та їх виконання за 2020 р. відносно 2018 р. можна відзначити наступним чином:

- Капітальне будівництво – зменшення на 2 143,6 тис грн (42,4%), включаючи, реконструкцію колії на 1 159,8 тис грн.
- Придбання основних засобів – зменшення на 5 137,2 тис грн (18,5%), включаючи, рухомий склад на 4 774,5 тис грн, інші основні засоби на 362,7 тис грн та необоротні матеріальні активи на 23,5 тис грн. Інвестування в придбання пасажирських вагонів склала зросло на 227,7 млн грн, проте, його від'ємна різниця спостерігається для вантажних вагонів – 28,6 млн грн, тягового рухомого складу – 1833,5 млн грн та моторвагонного рухомого складу – 150,7 млн грн.

- Модернізація, модифікація основних засобів – зменшення на 902,6 тис грн (73,4%), включаючи, модернізацію рухомого складу на 620,8 тис грн та інших основних засобів на 281,8 тис грн. Модернізація вантажних вагонів була зменшена на 342,9 млн грн, пасажирських вагонів – 791,8 млн грн та моторвагонного рухомого складу – на 78,8 млн грн.
- Капітальний ремонт – збільшення на 179,1 тис грн, включаючи, рухомого складу на 756,3 тис грн. На частку пасажирських вагонів збільшення інвестиційних витрат становила 461,9 млн грн, вантажних вагонів – 205,3 млн грн та тягового рухомого складу – 98,5 млн грн. При цьому, капітальний ремонт будівель та споруд зменшився на 540,7 тис грн та інших основних засобів на 36,6 тис грн [21].

Тобто, наразі спостерігається загострення нагромадженого недоінвестування в залізничну інфраструктуру при економічно оптимальній щорічній нормі капітального інвестування Компанії в розмірі 80-100 млрд грн. Залучені капітальні інвестиції на відтворення та модернізацію основних засобів залізниці значно занижені по відношенню до темпів старіння інфраструктури, локомотивного і вагонного парку, рівень зносу яких штучно стримується капітально-відновлювальним ремонтом та продовженням строків їх експлуатації. Це впливає на незадовільний стан активів залізниці та оновлення основних фондів, який нездатний забезпечити відповідність пропускнує спроможності УЗ з попитом на транспортні послуги.

Що стосується довгострокових фінансових активів, то найбільш зростаюча тенденція до їх зростання припадає на період 2017-2018 рр., значення яких сягнуло 93 247 тис грн та 91 247 тис грн відповідно. У 2019-2020 рр. середнє відхилення даної групи активів Товариства по відношенню до середнього показника у 2017-2018 рр. становило 6,44 %. Так, інструменти власного капіталу інших суб'єктів господарювання (неконтрольні частки пакетів акцій) у 2019 та 2020 рр. показали тенденцію до зменшення відносно 2017 та 2018 рр. на 15,26%. Довгострокові позики працівникам відзначилися найбільшим зменшенням у 2019 (12 161 млн грн) та 2020 рр. (10 202 млн грн) на 48,22% та 38,27% по відношенню до 2017 р., коли їх рівень

показав найбільшу позитивну динаміку – 19 701 млн грн. При цьому, інші поточні фінансові інвестиції показали найбільш позитивну динаміку. Якщо на 2017 р. вони взагалі не налічувалися в складі фінансових активів УЗ, то їх темп зростання з 2018 р. по 2021 р. становив 11,42% та склав на останній операційний період 15 767 млн грн, що було зумовлено придбанням короткострокових державних облігацій та короткострокових депозитів.

Також не менш важливою складовою необоротних активів Компанії, на яку припадає 0,3% частки в структурі основних фондів, є інвестиції в асоційовані підприємства. При структурному аналізі динамічних рядів протягом 2017-2020 рр. можна побачити, що у 2017 р. УЗ отримала найменше дивідендів за досліджуваний період (632 366 тис грн), що, зокрема, пов'язано із збитковим результатом господарської діяльності ПрАТ «Укртранслізінг» (349 894 тис грн) та відповідно відсутністю дивідендів від цього оператора українського ринку лізингових послуг, 47,67 % корпоративних прав якого, з 2016 р. відноситься в статутний капітал Товариства. Починаючи з 2018 р. Компанія почала нарощувати обсяги отримуваних дивідендів від вищезазначеної лізингової компанії з 7 988 тис грн. у 2018 р. до 26 084 тис грн у 2020 р. При цьому, на 2019 р. УЗ отримала максимальний обсяг інвестицій від групи компаній ПрАТ «Укртранслізінг» у розмірі 37 297 тис грн, що спричинено отриманням найбільшого розміру чистого прибутку за останні 4 роки – 182 420 тис грн. Збільшення розміру отримуваних дивідендів на 226,54% свідчить про підвищення ефективності управління фінансовими інструментами УЗ.

Аналізуючи інформацію Консолідованого звіту про фінансовий стан та приміток до консолідованої фінансової звітності АТ «Укрзалізниця» можна детально розглянути ефективність використання основних засобів Товариства [21]. Показники ефективності використання майна Товариства представлені у табл. 2.5. За структурним аналізом основних показників оцінки майнового стану АТ «Укрзалізниця», наведених у табл. 2.5, можна зробити висновки щодо стану основних засобів впродовж періоду 2017-2020 рр. Порівнюючи, динамічну зміну коефіцієнтів зносу та придатності, слід зазначити, що матеріально-технічна база Товариства на сьогоднішній день показала чітку тенденцію до погіршення, оскільки,

частка вартості основного фонду, що перенесена на новостворений продукт збільшується, а частка незношеної частини основних засобів зменшується.

Таблиця 2.5

Показники використання основних засобів АТ «Укрзалізниця» за 2017-2020 рр.

Показник	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2020 р.	Відхилення 2020/2019 рр.	
					Абсолютне, тис грн	Відносне, %
Коефіцієнт зносу	0,16	0,14	0,25	0,28	0,03	12
Коефіцієнт відновлення	0,04	0,06	0,03	0,03	-	-
Коефіцієнт вибуття	0	0,0002	0,0004	0,0032	0,0028	700
Коефіцієнт придатності	0,84	0,86	0,75	0,72	-0,03	-4
Фондовіддача	0,25	0,28	0,29	0,23	-0,06	-21
Фондомісткість	3,93	3,59	3,46	4,28	0,82	24
Фондоозброєність	1 051,8	1 131,5	1 182,2	1 301,1	118,9	10

Упродовж 2017-2020 рр. можна встановити, що коефіцієнт зносу станом на 2020 р. зріс на 75%, в той час як коефіцієнт придатності зменшився на 14,3%, що стверджує незадовільний технічний стан основних засобів. Тому, це вказує на нецільове використання амортизаційних відрахувань на залізниці, критичний рівень капітальних інвестицій в модернізацію та оновлення основного фонду, збитковість господарської діяльності Компанії. Значення коефіцієнтів відновлення та вибуття вказують на скорочення виробничих потужностей, встановлюючи, що темпи росту основних засобів, що вибули, зокрема, через їх знос за операційний період мають схильність до збільшення, в той час як балансова вартість основних засобів, що надійшли за період звіту, до зменшення (досить значне відхилення інтенсивності вибуття основних засобів простежується у 2020 р. в порівнянні із 2019 р. – 700%).

Тенденція до зменшення фондовіддачі є також негативним явищем в оцінці ефективності використання основних засобів, оскільки, свідчить про простої обладнання, недозавантаження виробничих потужностей, що є прямим наслідком критичного зносу основних фондів підприємства та зниженням позитивного

фінансового результату діяльності за останні декілька років. На 2020 р. було вироблено продукції на суму 0,23 грн на кожну гривню вкладених фінансових ресурсів в основні засоби, що є критично нижче на 20% аніж у попередньому році. Зробивши паралельний аналіз значення показника фондомісткості, можна відмітити досить стабільне зростання частки вартості основних засобів, що припадає на кожну гривню продукції, що випускається. Якщо впродовж 2017-2019 рр. фондомісткість сягала в середньому 3,7 грн вартості основного фонду на кожну гривню готової продукції, то у 2020 р. вона зросла на 15,7%, що разом із зниженням фондовіддачі характеризує нераціональне використання наявних основних засобів Компанії, їх недозавантаженості та відповідно вимагає формування додаткових резервів виробничої потужності підприємства. Що стосується рівня забезпеченості основними виробничими фондами промислово-виробничого персоналу підприємства, то цей показник має досить стабільний вектор щодо зростання. Сягнувши у 2020 р. 1 301,1 грн основних виробничих засобів, що припадає на одного середньооблікового працівника УЗ, фондоозброєність випередила на 23,7% її найменше значення у 2017 р. Дана тенденція свідчить про досить високий ступінь технічної оснащеності праці, проте, середній темп приросту за 3 роки становив 1 121,8 грн, що у 2020 р. є більшим на 16% та випереджає темп зростання продуктивності праці на 10,3%. Така ситуація віддачі від використання основного фонду й зумовила зростання фондомісткості та зниження фондовіддачі, а відповідно формує потребу в додаткових капітальних вкладеннях.

### **2.3. Аналіз господарської діяльності АТ «Укрзалізниця»**

#### **2.3.1. Аналіз обсягу и структури господарської діяльності АТ «Укрзалізниця»**

Роль залізничного транспорту в народногосподарському комплексі України та її економічного розвитку визначена в п. 1 ст. 2 Закону. Він визначає, що

«залізничний транспорт є однією з важливих базових галузей економіки України, забезпечує її внутрішні та зовнішні транспортно-економічні зв'язки і потреби населення у перевезеннях. Діяльність залізничного транспорту як частини єдиної транспортної системи країни сприяє нормальному функціонуванню всіх галузей суспільного виробництва, соціальному і економічному розвитку та зміцненню обороноздатності держави, міжнародному співробітництву України» [17].

Місією діяльності УЗ є задоволення потреб держави, юридичних і фізичних осіб у безпечних та якісних залізничних перевезеннях у внутрішньому та міжнародному сполученні, ефективне функціонування та розвиток залізничного транспорту, створення умов для підвищення конкурентоспроможності транспортної галузі [21]. Як лідер на транспортно-логістичному ринку України, який забезпечує основну частку вантажних та пасажирських перевезень на загальнодержавному рівні, Товариство охоплює наступні предмети господарської діяльності:

1. Перевезення пасажирів, вантажів, зокрема небезпечних вантажів, багажу, вантажобагажу і пошти залізничним транспортом у внутрішньому та міжнародному сполученні.
2. Надання послуг, пов'язаних із забезпеченням доступу та використання об'єктів інфраструктури залізничного транспорту.
3. Будівельна діяльність, включаючи, будівництво споруд, житлових та нежитлових, будівель комунікацій, спеціалізовані будівельні роботи тощо.
4. Відтворення об'єктів інфраструктури залізничного транспорту, а саме: модернізація, ремонт, реконструкція, технічне переоснащення, експлуатація, утримання, будівництво та інше.

В умовах інтеграції транспортної системи України до Транс'європейської, Товариство координує свою операційну діяльність в напрямок імплементації світових стандартів міжнародних перевезень, тому оцінка результатів господарської діяльності Компанії є одним із пріоритетних напрямків проведення економічного аналізу її ділової активності. Якщо проаналізувати дані вантажообігу за видами транспорту в розрізі 2017-2020 рр., можна побачити, що залізничний, водний та трубопровідний транспорт станом на 2020 р. показали тенденцію до спаду, в той

час, як автомобільний та авіаційний транспорт змогли наростити обсяги вантажних перевезень (див. рис. 2.1).



Рис. 2.1. Основні показники вантажообігу на транспортному ринку, 2017-2020 рр.

Так, обсяг вантажних залізничних перевезень склав 96,6% від вантажообігу за 2019 р. та досяг рівня 175 587,1 млн т-км, у порівнянні із яким, значення частки перевезень для автомобільного та авіаційного видів транспорту становило 100,3% (65 176,9 млн т-км) та 107% (316,2 млн т-км) відповідно. При цьому, у сумарному значенні обсяг вантажообігу у 2020 р. в порівнянні із попереднім періодом для залізничного транспорту зменшився на 3,4% (-6 257,6 млн т-км), коли аналогічний показник для автомобільного та авіаційного транспорту збільшився на 0,3% (+ 224 тис т-км) та 7% (20,6 млн т-км) відповідно. Але, важливо відмітити, що у цілому можна побачити збільшення частки вантажообігу залізничного транспорту в загальній структурі вантажних перевезень України за 2020 р. до рівня 2017 р., оскільки, вона досягла значення 56,1%, що порівняно із періодом 2017-2018 рр. більше на 4,7%. В основному це спричинено зростанням перевезень у внутрішньому сполученні на 2,8% до рівня 143,4 млн т. Головним чинником негативної тенденції зменшення обсягу вантажних перевезень залізничним транспортом на 2020 р. стало негативне становище ринкової кон'юнктури, спричиненого економічним колапсом у

зв'язку з пандемією COVID-19 та запровадженням карантинних обмежень. Це спричинило в свою чергу падіння зовнішнього попиту на експорт та внутрішнього попиту на перевезення. Так, зменшення обсягів перевезень в експортному сполученні становили 113 млн т (-2,5%), імпортному сполученні – 36,5 млн т (-15,4%) та транзитному – 12,5 млн т (-12,8%). При цьому, можна відмітити відносний приріст обсягів перевезень на наступних ключових секторах транспортного ринку для АТ «Укрзалізниця» як: мінбудматеріалів на 8,7 млн т, залізної та марганцевої руди на 5,2 млн т, та кольорової руди на 0,1 млн т. У той же час найбільший занепад обсягів перевезень вантажів у загальній їх структурі припав на кам'яне вугілля на 10,2 млн т, зернові вантажі на 5,3 млн т та чорні метали на 20,5 млн т.

Зменшення обсягів господарської діяльності Товариства аналогічно простежується в напрямку пасажирських перевезень, що також було зумовлено поширенням пандемії COVID-19 та спричинило призупинення бізнес-процесів. Пасажирообіг за всіма видами транспорту на 2020 р. охарактеризувався значним падінням та становив 45,8% від обсягів 2019 р. (49 035 млн пас.-км). Частка пасажирських перевезень залізничним транспортом з урахуванням перевезень міською електричкою на рівні з авіаційним склала 37,6% та 33,4% до попереднього періоду відповідно, у той час, як автомобільний, трамвайний та тролейбусний вид транспорту показав найбільш негативну динаміку падіння обсягів перевезень із часткою 56,4%, 68,1% та 63,9% до 2019 р. відповідно (див. рис. 2.2.).

У порівнянні із 2017-2019 рр. пасажирообіг у 2020 р. у далекому сполученні набув критичного значення на рівні 8,3 млн пас.-км, що становить у середньому 0,36% від зазначеного періоду (-14,9 млн пас.-км). Також негативна тенденція простежується в сегменті приміських пасажирських перевезеннях, оскільки, на 2020 р. спад обсягів перевезень у середньому за 4 роки становив 54,3% (-2,8 млн пас.-км). Зменшення пасажиропотоку у даному напрямку сягнуло 52%, що є меншим від аналогічного показника у 2019 р. на 53,7 млн пас. В основному це є прямим наслідком ряду економічних, соціальних та демографічних факторів, зокрема, динамічного підвищення рівня автомобілізації руху населення, розвитку

приміського автотранспорту та критичного зносу моторвагонного рухомого складу (далі – МВРС).



Рис. 2.2. Основні показники пасажирообігу на транспортному ринку, 2017-2020 рр.

Слід зазначити, що незадовільний рівень матеріально-технічного забезпечення МВРС характеризується зносом електропоїздів на 90,1%, дизель-поїздів – на 97,4% та рейкових автобусів на – 28,5%, що покращує конкурентні переваги альтернативного виду приміського транспорту в порівнянні із залізничним. Наразі інвентарний парк МВРС по господарству приміських пасажирських перевезень налічує 79,1% повністю амортизованих секцій електропоїздів та 96,5% секцій дизель-поїздів. При цьому, подовжений термін служби електропоїздів досяг своєї критичної межі та становить більше 50 років (43,9% составів), а дизель-поїздів – понад 40 років (32% составів). Для того, щоб підтримувати належний рівень технічного стану рухомого складу приміського сполучення, Товариство зосереджує увагу на подовженні його встановленого терміну служби. Так, на 2020 р. план виконання ремонту МВРС був виконаний на 10,3% (439,9 млн грн), при цьому, відремонтованих тепловозів нараховується 127,3% від заданого плану, електровозів

– 98,2% та рейкових автобусів – 100%. При цьому, недовиконання плану ремонтів рухомого складу становить 47,8 млн грн (10,3 %), що частково було пов'язано із скороченням обсягів перевезень пасажирів та зменшенням потреби в рухомому складі через карантинні обмеження. У сукупності вищезазначені чинники негативно впливають на імідж залізничних пасажирських перевезень та зумовлюють переорієнтацію попиту на транспортному ринку на більш економічно привабливі види транспорту.

### **2.3.2. Аналіз фінансової стійкості АТ «Укрзалізниця»**

Фінансова незалежність підприємства вважається необхідною передумовою для його ефективного функціонування та економічного розвитку в умовах динамічних впливів оточуючого середовища. Достатня фінансова забезпеченість поточної господарської діяльності Товариства повинна гарантуватися зростанням прибутків і власного капіталу за рахунок оптимальної мобілізації фінансових ресурсів при мінімальному ризику здійснення господарської діяльності.

Фінансова стійкість підприємства, як інтегральна характеристика сталого розвитку господарської діяльності, передбачає стабільність джерел фінансування діяльності та корпоративного розвитку суб'єкта господарювання, своєчасне виконання фінансових зобов'язань за рахунок оптимального рівня платоспроможності та ліквідності організації, що є рушійними факторами для фінансово-господарської незалежності підприємства та розширення його інвестиційних можливостей [19, с. 135-139].

За рахунок аналізу стану та руху фінансових ресурсів підприємства, його операційної, інвестиційної та фінансової діяльності, визначається рівень фінансової стійкості компанії та оцінюються резерви підтримання її довгострокової платоспроможності. Тип поточної якісної оцінки фінансової стійкості можна визначити на основі порівняння запасів та джерел їх фінансування, суми власного оборотного капіталу та інших джерел фінансування запасів (див. табл. 2.6.). Так,

трьом показникам джерел формування запасів відповідають три показника забезпеченості запасів джерелами їх формування [20, с. 122-124].

Таблиця 2.6

Абсолютні показники фінансової стійкості АТ «Укрзалізниця» за 2017-2020 рр.

Показник	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2020 р.
Власний оборотний капітал (ВОК)	-38 301,8	-43 372,5	-37 586,0	-45 735,8
Власні і довгострокові джерела формування запасів і витрат (ВДДФ)	-8 334,7	-19 399,8	-9 090,1	-17 009,1
Загальна величина основних джерел формування запасів і витрат (ДФЗ)	-5 964,6	12 018,0	19 607,7	12 584,8
ВОК – З (запаси)	-46 719,7	-52 254,1	-46 715,1	-54 461,4
ВОК + ДК (довгострокові кредити) – З	-16 752,6	-28 281,3	-18 219,2	-25 734,6
ВОК + ДК + КК (короткострокові кредити) – З	-14 382,5	3 136,4	10 478,6	3 859,2

На основі порівняння співвідношення запасів та джерел їх формування АТ «Укрзалізниця» впродовж періоду 2017-2020 рр. можна зробити висновок, що 2017 р. показав найбільш негативну тенденцію фінансового стану підприємства до стану банкрутства, набувши критичних значень нестачі загальних джерел фінансування запасів і витрат. Вони не спроможні забезпечити запаси та витрати Товариства, оскільки, грошові кошти, дебіторська заборгованість та короткострокові цінні папери не здатні покрити кредиторську заборгованість та прострочені позики.

Вже починаючи з 2018 р. та впродовж наступних 3 років національний перевізник покращив свою фінансову стійкість, проте, фінансовий стан залишається нестійким. В даному випадку, підприємство оборотні активи й витрати забезпечуються надлишком власних джерел формування оборотних активів, довгостроковими позиковими джерелами та короткостроковими кредитами і позиками. Таке передкризове фінансове становище Компанії характеризується

погіршенням платоспроможності підприємства через покриття частини запасів додатковими джерелами фінансування, проте, її врівноваження є можливим за рахунок поповнення джерел власних коштів, зменшення дебіторської заборгованості та прискорення оборотності запасів.

Більш детально рівень фінансової стійкості УЗ можна представити за допомогою аналізу відносних показників фінансового стану підприємства, які охоплюють коефіцієнти капіталізації та покриття [20, с. 125-129]. Їх визначення дозволяє встановити співвідношення коштів підприємства за різними джерелами та окремо проаналізувати структуру капіталу в динаміці (див. табл. 2.7).

Таблиця 2.7

## Відносні показники фінансової стійкості АТ «Укрзалізниця», 2017-2020 рр.

Показник	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2020 р.	Нормативне значення
Коефіцієнт автономії	0,8	0,8	0,8	0,8	>0,5
Коефіцієнт фінансової залежності	1,3	1,3	1,3	1,3	<2
Коефіцієнт фінансування	0,3	0,3	0,3	0,3	<1
Коефіцієнт фінансової стійкості	3,9	3,8	3,7	3,4	>1
Коефіцієнт маневреності власного капіталу	-0,04	-0,1	-0,04	-0,1	>0,5
Коефіцієнт фінансової незалежності капіталізованих джерел	0,9	0,9	0,9	0,9	0,6-0,5
Коефіцієнт довгострокового залучення позикових коштів	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4-0,5
Коефіцієнт покриття інвестицій	0,9	0,9	0,9	0,9	0,75-0,9

За структурним аналізом частки власного капіталу в загальній сумі авансованих коштів, можна побачити, що коефіцієнт автономії Товариства набув стабільного значення впродовж аналізованого періоду та характеризує позитивну динаміку фінансової стійкості, стабільності та незалежності підприємства від

залучення зовнішніх джерел фінансування господарської діяльності залізниці. Висока концентрація власного капіталу зумовлена вагомою часткою необоротних активів в структурі капіталу підприємства, оскільки, у середньому вони складають 94,4% активів балансу.

До того ж, коефіцієнт фінансової залежності знаходиться на оптимальному рівні по відношенню до його нормативного значення. Його не значне фактичне значення свідчить про задовільний рівень частки позикових коштів в фінансуванні діяльності підприємства, так, в кожній 1,3 грн, вкладеній в активи УЗ, лише 30 коп. є запозиченими. Також фінансова залежність Компанії від залучених позикових коштів за коефіцієнтом фінансування показала, що на кожен 1 грн власного капіталу, підприємство залучає приблизно 30 коп. позикових коштів. Це стверджує зменшення залежності організації від інвесторів та зовнішніх кредиторів, зниження інвестиційного ризику та покращення рівня платоспроможності підприємства.

Тому, відповідно значення коефіцієнту фінансової стійкості в результаті показує перевищення власного капіталу над залученими коштами, що є відносним чинником незалежності Товариства від зовнішніх джерел фінансових ресурсів із достатнім запасом фінансової стійкості перевізника. Так, на кожен гривню залучених коштів припадає майже 4 грн власного капіталу. При цьому, маневреність власного капіталу УЗ є низькою та знаходиться нижче нормативного значення протягом 2017-2020 рр. Це є головною ознакою, що власні кошти та власний капітал повністю спрямовуються на фінансування необоротних активів, а для фінансування оборотних активів переважно залучаються позикові джерела фінансування. Упродовж 4 років в структурі активів УЗ власний оборотний капітал позиціонується не мобільним через зростання величини низьколіквідного капіталу.

Що стосується рівня фінансової стійкості з точки зору витрат, пов'язаних з обслуговуванням зовнішніх джерел фінансування, то коефіцієнт довгострокового залучення позикових коштів показав низьку частку довгострокових позикових коштів при фінансуванні капітальних вкладень. Водночас, це також свідчить про зменшення фінансової залежності підприємства від кредиторів у довгостроковій перспективі. Тому, відсоток власного капіталу в капіталізованих джерелах має

досить високе значення. У загальній сумі джерел фінансування Товариства можна побачити, що власний капітал та довгострокові зобов'язання мають нормальне значення за коефіцієнтом покриття інвестицій на рівні 0,9, що свідчить про відносну незалежність підприємства від зовнішніх джерел фінансування.

### **2.3.3. Аналіз ділової активності АТ «Укрзалізниця»**

В умовах корпоратизації національної економіки України аналіз рівня інвестиційної привабливості або ділової активності підприємств, заснованих на акціонерному капіталі, є необхідною передумовою для забезпечення стійкого економічного зростання, ефективного контролінгу виробничо-фінансової діяльності підприємства та мінімізації негативного впливу мінливої ринкової кон'юнктури на його фінансовий результат. Оцінка конкурентних переваг підприємства, ступеню ефективності використання виробничих і фінансових ресурсів компанії та формування резервів їх підвищення, а також ринкового економічного потенціалу підприємства в бізнес-середовищі здійснюється за допомогою визначення агрегованих статистичних показників ділової активності.

Ступінь активності підприємницької структури в соціально-економічному просторі виявляється в швидкості обороту її коштів. Тому, аналіз ділової активності з точки зору фінансового аспекту, як основний елемент діагностики ефективності функціонування суб'єкта господарювання, полягає в дослідженні рівня, динаміки, темпів зростання коефіцієнтів оборотності активів та капіталу [19, с. 156-159] (див. рис. 2.3.).

Ефективність управління сукупного та власного капіталу АТ «Укрзалізниця» була відносно збільшена впродовж 2018-2019 рр. У цей період Товариством було вироблено товарів і надано послуг на суму 0,4 та 0,43 грн на кожну гривню залучених коштів власників капіталу компанії. Незначне покращення тенденції було зумовлено зростанням доходів УЗ на 12,8% та 8,3% відповідно до попереднього періоду. Проте, рівень оборотності авансованого та власного

капіталу свідчить про неефективне вкладення фінансових ресурсів в активи підприємства.

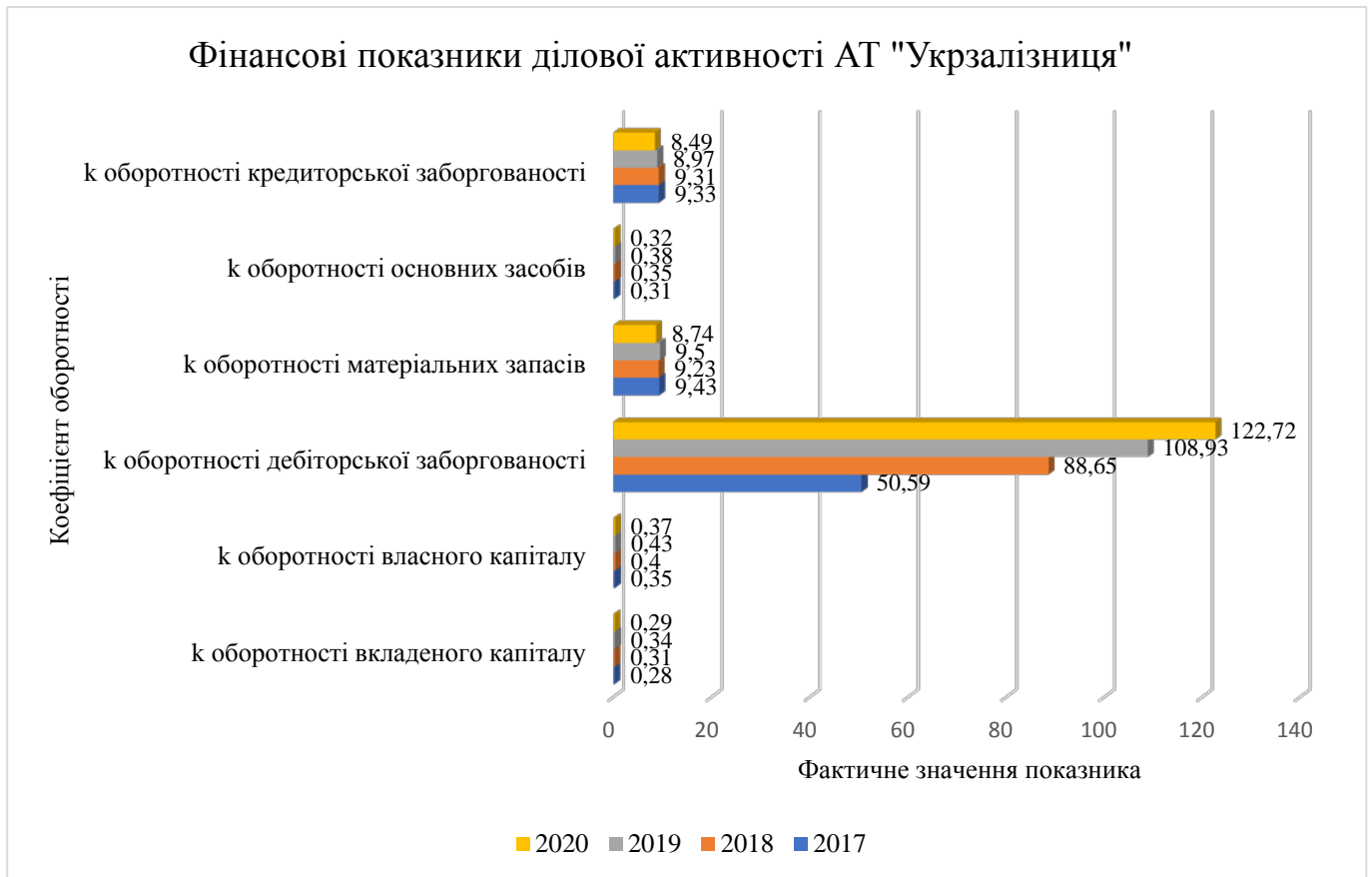


Рис. 2.3. Показники ділової активності АТ «Укрзалізниця», 2017-2020 рр.

Так, на сьогоднішній день спостерігається уповільнення оборотності сукупного капіталу УЗ на 0,05 відносно 2019 р. та 0,06 оборотів порівняно із 2018 р., сягнувши фактично значення 2017 р. При зменшенні кількості днів обороту власного капіталу у 2018 р. на 117,9 днів та у 2019 р. на 67,8 днів, у 2020 р. подовження періоду його обертання збільшилося на 142,5 днів до 2019 р. та 74,7 днів до 2018 р. Головним індикатором для цього є скорочення виручки від вантажних та пасажирських перевезень, неефективність системи фінансового управління активами в умовах кризового стану економіки.

У той же час зростання оборотності дебіторської заборгованості свідчить про збільшення комерційного кредиту, що надає підприємство споживачам або іншим дебіторам та покращення платіжної дисципліни покупців із своєчасним погашенням заборгованості надані послуги з перевезення, скороченням продажів із відстрочкою платежів. Так, якщо у 2017 р. дебіторська заборгованість УЗ зробила

50,59 оборотів, то у 2020 р. цей показник сягнув 122,72 оборотів. Прискорення швидкості обороту дебіторської заборгованості можна побачити вже з 2018 р. на 3,6 днів, сягнувши у 2019 р. рівня 3,3 днів та у 2020 р. – 2,9 днів. На противагу цьому, оборотність кредиторської заборгованості показала негативну тенденцію до скорочення та відповідно до збільшення залучення зовнішніх джерел фінансування власних поточних активів. Розрахунково-платіжна дисципліна залізниці із стабільного значення 9,32 обороти за рік протягом 2017-2018р. з 2019 р. набула напрямку до зниження швидкості розрахунків із постачальниками та іншими кредиторами, які забезпечують операційну діяльність підприємства товарно-матеріальними цінностями до рівня 8,97 обороти. Кількість днів обороту дебіторської заборгованості у 2020 р. набула показника 44 днів, коли аналогічний коефіцієнт у попередніх роках становив в середньому 36,9 днів, що свідчить про зменшення швидкості сплати заборгованості залізниці. При порівнянні суми кредиторської та дебіторської заборгованості у розрізі аналізованого періоду, можна побачити, що Компанія за рахунок кредиторської заборгованості фінансує потреби дебіторів, а іншу частину коштів спрямовує на забезпечення своїх господарських потреб. Так, при найбільшому скороченню коефіцієнта оборотності дебіторської заборгованості у 2019-2020 рр., перевищення кредиторської заборгованості над дебіторською становило 9 057,5 млн грн та 8 111,3 млн грн відповідно.

Збільшення оборотності основних засобів протягом 2017-2020 рр. в середньому на 10,8% разом із швидкістю обертання власного капіталу було позитивним фактом підвищення ефективності використання капіталу підприємства із прискоренням його кругообігом. Зростання в динаміці суттєво зменшилося у 2020 р. до рівня 0,32 обороти, що було пов'язано із зменшенням обсягу реалізації та високою вартістю капітальних вкладень. Що стосується матеріальних запасів, то відносне прискорення їх обертання спостерігалось у 2017 р. та 2019 р., коли кількість днів оборотності сягала у середньому 35,7 днів. Зростання коефіцієнта оборотності запасів до 9,5 оборотів свідчило про зменшення виробничих запасів та незавершеного виробництва із зростанням попиту на готову продукцію. Проте,

2018 р. та 2020 р. охарактеризувався відносним зниженням даного коефіцієнта до 9,23 та 8,74 оборотів відповідно та збільшенням днів обігу до 37,3 днів та 42,7 днів відповідно, що є наслідком збільшення обсягів неліквідних статей оборотних активів та зниження рівня фінансової стійкості Товариства. Зменшення оборотності товарно-матеріальних цінностей, збільшення періоду їх обороту із одночасно низьким рівнем коефіцієнтів оборотності активів, відволіканням коштів у дебіторську заборгованість зумовлює низьку виробничу завантаженість підприємства та зниження рівня ліквідності Компанії.

Не менш важливим для оцінки ділової активності підприємства також є стійкість його економічного зростання, яка більш детально характеризує нарощування економічної ваги суб'єкта економіки в стратегічному виміру. Аналіз збалансованості зростання прибутків, чистого доходу та активів підприємства дозволяє визначити врівноваженість руху грошових коштів, оптимальність використання власного та позикового капіталу, розподілу фінансових ресурсів на забезпечення реалізації господарських операцій при незмінності фінансового ризику. Це є пріоритетним джерелом мінімізації вірогідності фінансової кризи та втрати конкурентних переваг підприємства на ринку. Оскільки, стійкість економічного зростання забезпечується в основному прибутком підприємства, то доцільним є розрахунок коефіцієнта реінвестування прибутку [19, с. 65-69]:

фінансування щодо відтворення матеріально-технічної бази. Якщо впродовж 3 років коефіцієнт стійкого зростання сягав нульового значення, то у 2020 р. він набув від'ємного значення, становивши, -8% недореінвестування в активи підприємства. Це пов'язано із фінансовим колапсом компанії через отримання 11,9 млрд грн непокритого збитку та зниження рівня акціонерної діяльності, що вимагає негайної оптимізації витрат з одночасним збільшенням доходу перевізника для посилення фінансового становища компанії.

#### **2.3.4. Комплексний аналіз фінансового стану АТ «Укрзалізниця»**

Довгострокова економічно позитивна результативність функціонування підприємства, фінансова стійкість та платоспроможність суб'єкта господарювання визначається станом формування та використання його фінансового результату. У ході здійснення господарської діяльності, фінансовий результат виступає найвагомим чинником ефективності операційної, фінансової та інвестиційної діяльності підприємства та базовим джерелом формування фінансових ресурсів суб'єкта економіки. Оскільки, сучасний стан розвитку ринкових відносин вимагає більшої гнучкості до сформованих умов господарювання, комплексний аналіз фінансового стану підприємства посідає провідне місце в Компанії [20, с. 261-262].

На основі узагальнення результатів фінансово-господарської діяльності, даний економічний показник є мірилом оцінки роботи підприємства. Він охоплює дослідження процесу формування фінансового результату за видами економічної діяльності у розрізі складу та структури, оцінку абсолютних та відносних показників фінансового стану, розподілу чистого прибутку та ефективності виявлення резервів його підвищення із зростанням рентабельності підприємства тощо. На основі трендового та структурного аналізу фінансового результату АТ «Укрзалізниця» можна виявити динаміку його показників із формування, розподілу та використання результуючого фактору впродовж досліджуваного періоду (див. табл. 2.8).

Таблиця 2.8

## Аналіз фінансової ефективності АТ «Укрзалізниця»

Показник	Значення показника, тис грн				Абсолютне зростання, 2020 р. до 2017 р. тис грн	Коефіцієнт зростання
	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2020 р.		
Чистий дохід від реалізації продукції	73 938 151	83 402 407	90 352 319	75 291 560	1 353 409	1,02
Собівартість реалізованої продукції	68 603 550	79 799 136	85 532 726	78 050 557	9 447 007	1,14
Валовий прибуток (збиток)	5 334 601	3 603 271	4 819 593	-2 758 997	-8 093 598	-0,52
Інші доходи операційної діяльності	-	-	1 081 671	637 891	637 891	-
Інші витрати операційної діяльності	-	-	3 045 621	2 758 037	2 758 037	-
Фінансовий результат від операційної діяльності	5 334 601	3 603 271	2 855 643	638 851	- 4 695 750	0,12
Доходи фінансової діяльності	554 799	202 624	259 506	190 406	-364 393	0,34
Фінансові витрати	3 810 903	3 463 631	3 844 992	4 237 041	426 138	0,11
Фінансовий результат від фінансової діяльності	-3 256 104	-3 261 007	-3 585 486	-4 046 635	-808 531	1,24
Інші доходи	2 451 001	1 352 746	143 058	349 099	-2 101 902	0,14
Інші витрати	1 061 392	292 283	918 121	51	-1 061 341	4,81
Фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування	772 093	940 477	4 863 347	-11 934 307	-12 706 400	-15,46
Чистий прибуток (збиток)	114 549	203 854	2 988 247	-11 899 687	-12 014 236	-103,88

На основі дослідження даних, представлених у Консолідованому звіті про сукупний дохід АТ «Укрзалізниця», можна провести оцінку прибутковості операційної та фінансової діяльності Компанії впродовж 2017-2020 рр., а також її

вплив на формування чистого прибутку підприємства. За даними табл. 2.8 можна зробити висновок, що впродовж трьох років чистий дохід та собівартість реалізованої продукції Товариства мали тенденцію до зростання. Наприклад, у 2019 р. чистий дохід перевищив аналогічний показник у 2017 р. на 22,2% або на 16,4 млрд грн, а собівартість реалізованої продукції у 2019 р. була на 24,68% або на 16,9 млрд грн більше, ніж відповідний коефіцієнт у базовому році.

За рахунок того, що темп приросту собівартості товарів, робіт та послуг перевищив темп приросту чистої виручки від реалізації продукції, валовий прибуток показав нестабільну динаміку та незначне зростання. Так, середній приріст собівартості реалізованої продукції за 2018-2019 рр. досяг 20,5% відносно 2017 р., коли темп приросту чистого доходу за аналогічний операційний цикл становив 17,5% до базового періоду. Відповідно це вплинуло на формування валового прибутку підприємства, тому його середнє значення за 2018-2019 рр. є менше на 1,1 млн грн відносно 2017 р., тобто, охарактеризувалося спадом. У 2020 р. чистий дохід критично знизився на 15,1 млрд грн або на 16,7% при незначному коливанні значення собівартості в бік спаду на 7,5 млрд грн або на 8,7%, що стало причиною отримання валового збитку в розмірі 2,8 млрд грн. У зв'язку з тим, що інші доходи операційної діяльності у 2020 р. зросли у 0,59 разів в порівнянні із 2019 р., коли інші витрати операційної діяльності – у 0,9 разів, фінансовий результат від операційної діяльності на останній досліджуваній період показав критичний рівень в розмірі 638,9 млн грн, що на 88% менше, аніж відповідний показник 2017 р. При цьому, інші операційні доходи у 2020 р. включали на 49,3 млн грн менше доходів від коригування забезпечення на матеріальне заохочення, на 55,1 млн грн доходів менше від операційної оренди та на 37,9 млн грн менше доходів від реалізації металобрухту відносно попереднього періоду.

Що стосується інших витрат операційної діяльності, то у 2020 р. витрати на нарахування резерву під очікувані кредитні збитки торгової та іншої дебіторської заборгованості були зменшені на 440,1 млн грн, а на резерв до чистої вартості реалізації запасів були збільшені на 160,7 млн грн. Зростання операційних витрат, зокрема, чітко простежується у збільшенні значення фондомісткості у 2020 р. у

1,09 разів по відношенню до 2017 р. та зменшенні фондівіддачі у 0,92 разів відповідно. Недозавантаженість основних виробничих фондів, критичний знос основних засобів із зростанням їх частки на кожну одиницю виробленої продукції, призводить до простоїв у виробничому циклі підприємства із відповідним зростанням витрат на їх утримання, оновлення та реконструкцію, що разом із зниженням рівня доходів підприємства та необхідністю обслуговування постійних витрат веде до негативного фінансового результату господарської діяльності.

Фінансова діяльність протягом усього аналізованого періоду показала стабільну тенденцію фінансового збитку, наприклад, у 2020 р. фінансові доходи зменшилися на 66% по відношенню до їх максимального значення у 2017 р., у той час, коли витрати зросли на 11% відповідно. Тому, на 2020 р. фінансовий результат від фінансової діяльності досяг критичної точки в розмірі 4 млрд грн, що у середньому більше на 679,1 млн грн за три попередні роки. У сумарному значенні даний фінансовий стан підприємства призвів до формування чистого збитку у 2020 р. в розмірі 11,9 млрд грн після відносно стабільного покращення результатів фінансово-господарської діяльності Компанії впродовж трьох років.

Дохідність АТ «Укрзалізниця» відносно витрат майна можна представити за допомогою аналізу показників рентабельності витрат виробництва, продажів та прибутковості капіталу (див. рис. 2.4). Коефіцієнт валового прибутку протягом 2015-2019 рр. показав збільшення окупності господарської діяльності АТ «Укрзалізниця», зокрема, на 2019 р. чиста рентабельність продажів збільшилася на 3,8% по відношенню до 2017 р. Проте, вже у 2020 р. кожна гривня продажів згенерувала 15,80 копійок чистого збитку, що свідчить про неефективне управління витратами Компанії, підвищення витрат на виробництво товарів і послуг та підвищення вартості залучених ресурсів. При цьому, неоптимальне використання активів підприємства для генерації прибутку встановлює невисоке значення коефіцієнта рентабельності активів. У 2017-2019 рр. в середньому 0,41 копійки чистого прибутку припали на кожну гривню використаних активів, у 2020 р. даний показник набув від'ємного значення та становив -4,62 копійки на кожну гривню майна підприємства. Це є прямим наслідком неоптимальної структури

оборотних активів залізниці, зростання операційних витрат підприємства на реалізацію господарсько-фінансової діяльності та зменшення суми чистого прибутку.

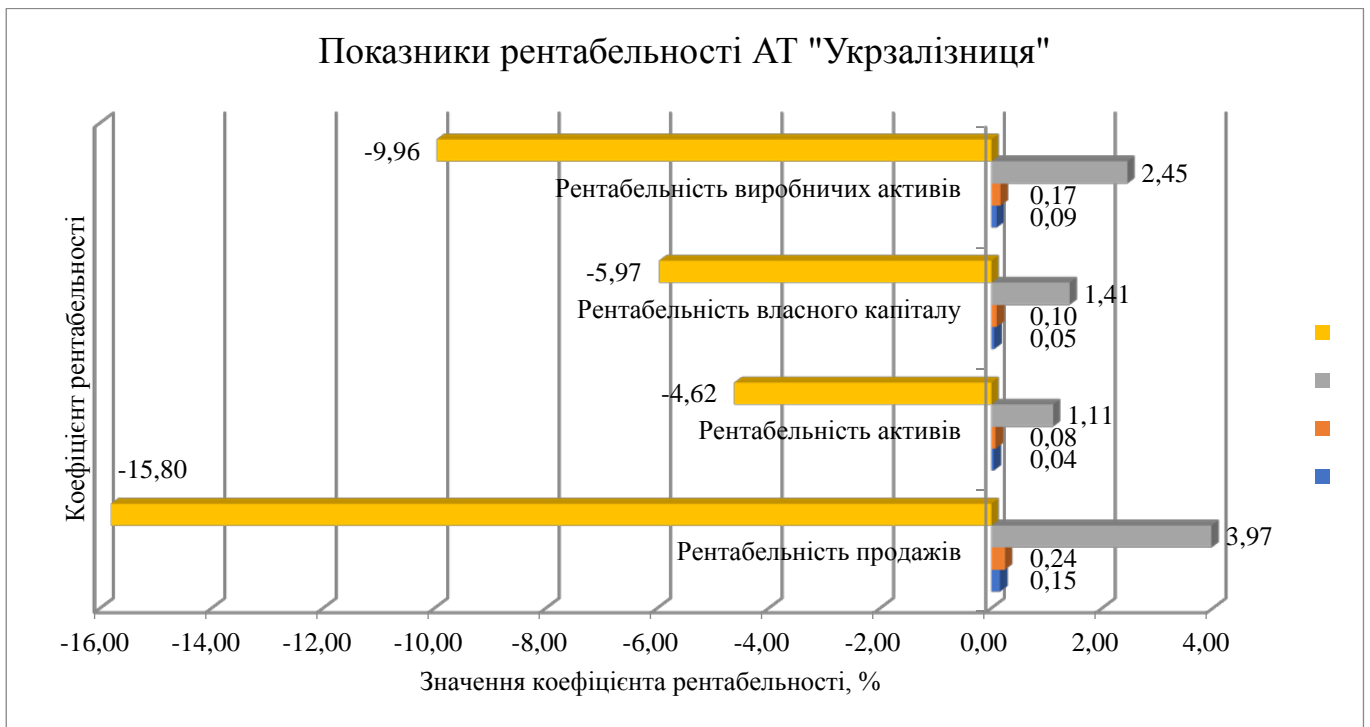


Рис. 2.4. Показники рентабельності АТ «Укрзалізниця», 2017-2020 рр.

Якщо проаналізувати ефективність використання капіталу УЗ, то слід зазначити, що впродовж трьох років на кожен гривню залучених коштів було згенеровано за середнім значенням 0,52 копійки прибутку. Перш за все, це було обумовлено зниженням суми власного капіталу за рахунок виведення частини коштів протягом 2017-2019 рр., збільшенням використання кредитного капіталу як джерело фінансування та зростанням чистого прибутку. На четвертий рік аналізованого періоду здатність Компанії генерувати прибуток власникам із стабільного зростання перейшла до фази критичного спаду до рівня -5,97 копійок прибутковості власного капіталу, що свідчить про низьку ефективність використання власного капіталу Товариством, зниження ринкової ціни акцій.

Слід зазначити, що перевищення значень рентабельності власного капіталу над рентабельністю активів означає дію фінансового левериджу, а саме, підвищення ефективності використання власного капіталу за рахунок залучення позичкового капіталу. Аналогічний тренд спостерігається при аналізі рівня

прибутковості основних і оборотних виробничих активів. Так, за трьохрічний період виробничого процесу підприємства ефективність використання активів, що приймають участь у процесі формування доходу, мало незначне, проте, стабільне зростання у середньому на 0,9 копійки чистого прибутку на кожну гривню залучених продуктивних активів. Це свідчило про оптимальну структуру виробничих активів, але, у 2020 р. кожна гривня, вкладена в ці елементи активів, дозволила отримати -9,96 копійок чистого збитку, а отже, підкреслила неефективність виробничого процесу національного перевізника.

#### **2.4. SWOT-аналіз як основний чинник оцінки вартості підприємства з точки зору вартісної концепції управління**

На сьогоднішній день для досягнення високого рівня конкурентоспроможності та економічної ефективності господарської діяльності підприємства в умовах розвитку ринкових відносин, важливим є розробка довгострокової стратегії суб'єкта господарювання з урахуванням оцінки своїх сильних та слабких сторін, а також можливостей та загроз зростання економічного потенціалу організації. Для досягнення цієї мети доцільним є застосування спеціального методу аналізу середовища підприємства – SWOT-аналізу.

Метод SWOT-аналізу передбачає всебічну експертну оцінку факторів зовнішнього та внутрішнього середовища діяльності підприємства та встановлення ланцюгових взаємозв'язок між ними для прийняття оптимальних управлінських рішень стратегічного розвитку підприємства. На рівні підприємства та, зокрема, на всіх ієрархічних рівнях управління даний інструмент аналізу середовища діяльності підприємства допомагає ідентифікувати можливі ризики та конкурентні переваги фінансово-господарської діяльності підприємства, оцінити перспективи проникнення в нові сегменти ринку, оптимального використання залучених ресурсів, підвищення фінансової стійкості та ліквідності підприємства тощо. Оскільки, залізничний транспорт спрямовує свою діяльність в напрямку

євроінтеграційного зовнішньополітичного курсу країни, то систематичне дослідження чинників зовнішнього та внутрішнього середовища Товариства є важливим управлінським підходом до визначення подальшої перспективи входження залізниці до Європейської транспортної системи. Перспективи економічного зростання результатів господарської діяльності АТ «Укрзалізниці» до охоплення більшої частки транспортного ринку, здатність галузі до ведення конкурентної боротьби, ефективність використання матеріальних та нематеріальних ресурсів можна проаналізувати, склавши відповідну SWOT-матрицю інтегрального аналізу середовища функціонування залізничної галузі [22, с. 507-511].

Більш ефективним є опрацювання результатів аналізу на основі запису парних комбінацій між виявленими чинниками, які створюють сприятливі умови розвитку залізничної галузі та становлять особливу небезпеку, та гальмуючим фактором економічного процвітання підприємства. Зокрема, враховуються порівняльні переваги об'єкта дослідження (поєднання виявлених можливостей підприємства та сильних сторін діяльності компанії), виклики розвитку (поєднання можливостей розвитку організації із слабкими сторонами її діяльності) та ризики діяльності (поєднання загроз впливу зовнішнього середовища на компанію із слабкими сторонами організаційного розвитку). Даний деталізований SWOT-аналіз дозволяє більш повніше розглянути вплив собівартості продукції на формування фінансових результатів підприємства, ступінь диференціації діяльності компанії, рівень сегментації ринку, впровадження результатів НТП в господарську діяльність підприємства, оперативність реагування на мінливість оточуючого середовища, рівень продуктивності праці та трудового потенціалу організації тощо (див. табл. 2.9).

На основі зведеної матриці SWOT-аналізу та виділення повторюваних показників зовнішнього та внутрішнього середовища Товариства, проаналізуємо можливі напрямки стратегічного розвитку підприємства та його конкурентоспроможності в даних ринкових умовах господарювання. Розглянемо комбінації «сильні сторони/можливості» – поле СиМ та визначимо основні порівняльні переваги Компанії.

Таблиця 2.9

## Зведена матриця SWOT-аналізу господарської діяльності АТ «Укрзалізниця»

	Можливості (Opportunities)	Загрози (Threats)
Зовнішнє середовище	1. Стабільно великий попит на пасажирські залізничні перевезення;	1. Нестабільна політична система країни та недосконала нормативно-правова база;
	2. Державна підтримка розвитку перевезень далекого сполучення;	2. Політична неоднозначність з питань організації збиткових пасажирських перевезень;
	3. Підтримка органів центральної влади та місцевих органів влади у фінансуванні оновлення пасажирського рухомого складу;	3. Збільшення конкурентоспроможності автомобільного та авіаційного видів транспорту;
	4. Залучення приватних інвесторів у розвиток матеріально-технічної бази Компанії;	4. Нестабільний попит на економічно прибуткові перевезення в транзитному сполученні та зниження його обсягу;
	5. Збільшення обсягів зовнішньої торгівлі із ЄС із нарощуванням позитивного грошового потоку Товариства та інтеграція у Європейську транспорту систему;	5. Відсутність попереднього забезпечення ринкової тарифної системи та дерегуляції локомотивної складової тарифу при доступі зовнішніх інвесторів до залізничної інфраструктури;
	6. Наявність вітчизняних виробників рухомого складу;	6. Непрозора система тарифних закупівель;
	7. Збільшення обсягів перевезень в сфері матеріально-сировинної галузі країни.	7. Відсутність національних виробників тягового рухомого складу.
Внутрішнє середовище		
Сильні сторони (Strengths)	Поле СиМ (сильні сторони/можливості)	Поле СиЗ (сильні сторони/загрози)
1. Лідерство у квазімонопольному середовищі залізничних перевезень та логістичному сегменті ринку транспортних послуг;	1.	1.
2. Розгалужена мережа залізничних колій;		
3. Наявність переважно власного основного виробничого фонду;		

Продовження табл. 2.10

4. Диверсифікація транспортно-логістичних послуг в міру зростання попиту споживачів;		
5. Ринково сформоване ціноутворення на послуги користування власними вагонами;		
6. Високий рівень професійної компетенції персоналу та ефективна соціальна політика Компанії.		
Слабкі сторони (Weaknesses)	Поле СлМ (слабкі сторони/можливості)	Поле СлЗ (слабкі сторони/загрози)
1. Значний рівень тінізації, корупційних ризиків та незадовільний рівень державної підтримки залізничної галузі;		
2. Критичний рівень зносу виробничої інфраструктури та основних виробничих фондів Компанії;		
3. Перехресне субсидування збиткових приміських пасажирських перевезень за рахунок прибуткових вантажних;	1.	1.
4. Високий рівень бюрократизації, недосконалості нормативно-правової бази;		
5. Висока плинність кадрів;		
6. Неефективне відшкодування органами влади на державному та місцевому рівнях Компанії збиткових приміських пасажирських перевезень.		

ефективність функції містоутворюючого підприємства. При цьому, посідаючи четверте місце за обсягами вантажних перевезень на Євразійському континенті, поступаючись лише залізницям Китаю, Росії та Індії, та з урахуванням євроінтеграційного курсу країни, підприємство має конкурентоздатні можливості підвищення рівня ділової активності.

перспективі це позитивно вплине на підвищення ліквідності компанії та формування позитивного грошового потоку.



кон'юнктури та поновленні покращення транзитного сполучення, підприємство за рахунок розгалуженої мережі залізничних колій готово забезпечити потреби ринку.



політики залізниці та відповідно формує передумови до підвищення плинності кадрів в залізничній галузі.

станом на 2017 р. середньооблікова кількість працівників сягала 276,1 тис осіб, то на 2020 р. вона зменшилася на 10,2%, встановивши позначку в 248 тис осіб [21]. Проте, професійно-кваліфікаційна структура персоналу УЗ за досліджуваний період показала стабільний склад працівників, залишаючись фактично без змін (див. рис. 2.5). Частка робітників масових професій переважає в загальній структурі персоналу та складається, наприклад, з персоналу, зайнятому на роботах, що не пов'язані з рухом поїздів, виготовленням, ремонтом та обслуговуванням рухомого складу; з ремонту, обслуговування і налагодження основного технологічного устаткування, пристроїв сигналізації, централізації, блокування, автоматики, механізованих сортувальних гірок, апаратури та пристроїв зв'язку, контактної мережі; пов'язаних з рухом поїздів та перевезенням вантажів і пасажирів та інше. Їх частка сягає майже 70% від загальної кількості найманих працівників залізниці та значно переважає кількість професіоналів, фахівців і технічних службовців – на 38% та адміністративного апарату – на 57%.



Рис. 2.5 Якісний аналіз структури персоналу АТ «Укрзалізниця», 2020 р.

Що стосується рівня оплати праці персоналу, то за аналізом динаміки рівня фонду оплати праці (далі – ФОП) впродовж чотирьох років можна відзначити, що його середньорічний тем приросту за три року становив 2,7 разів по відношенню до

базового року (див. табл. 2.10). Це було викликано підвищенням місячних тарифних ставок та посадових окладів працівників, запровадженням нової системи оплати праці персоналу, базовим показником ефективності якої, є взаємозв'язок між рівнем винагороди та кваліфікацією, важливістю професії у технологічному процесі роботи залізниці. Також, ФОП має досить значне фінансове навантаження в структурі операційних витрат Товариства, складаючи фактично 40% від їх сумарного значення. У 2020 р. відбулося незначне коливання показника в бік зменшення до 33% через фактичне зменшення його величини. У 2020 р. рівень фонду заробітної плати зменшився на 7% відносно його найбільшого показника у 2019 р., що зумовлено зменшенням рівня середньомісячної заробітної плати на 4,3% до попереднього року як наслідок погіршення фінансового стану Товариства. Також це вплинуло на відсутність перегляду годинних тарифних ставок та посадових окладів в розрізі всієї організаційно-штатної структури Товариства.

Таблиця 2.10

Аналіз показників трудових ресурсів і витрати на оплату праці АТ «Укрзалізниця»,  
2017-2020 рр.

Показник	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2020 р.	Відхилення 2020/ 2017 рр.	
					Абсолютне, тис грн	Відносне, %
Середньооблікова кількість штатних працівників, осіб	276 119	264 599	255 013	247 954	-28 165	-10
Фонд оплати праці, млрд грн	26,05	33,31	37,11	34,51	8,46	32
Продуктивність, тис грн/добу	94,36	125,89	145,52	139,18	44,82	48
Частка ФОП в собівартості, %	38	42	43	33	-5	-13
Коефіцієнт плинності кадрів, %	10,6	4,2	16,3	4,4	-6,16	42

При горизонтальному аналізі темпів росту продуктивності праці персоналу УЗ можна побачити, що за три роки залізниця значно підвищила рівень даного показника за рахунок збільшення рівня обороту ділової активності та відповідно покращення фінансових результатів господарської діяльності із оптимізацією використання трудових ресурсів підприємства. Найбільший рівень ефективності використання персоналу спостерігається на 2019 р., встановивши позначку у 145,52 тис грн/добу, що значному перевищує його базову значення у 2017 р. на 54,2%. У зв'язку із нестабільною та кризовою ринковою кон'юнктурою у 2020 р., включаючи, в галузі залізничних перевезень, рівень продуктивності праці працівників знизився на 6,34 тис грн/добу або на 4,4% відносно попереднього року та відзначився найбільш критичним рівнем за весь досліджуваний період.

Плинність персоналу має нестабільну динаміку, проте, у цілому не перевищує її критичну позначку, будучи в межах допустимого діапазону коливань. В основному фона сформована низьким рівнем задоволеності персоналу рівнем та прозорістю матеріального винагородження, а також відсутністю рівних можливостей для професійного зростання та кар'єрного росту на підприємстві. Найменше значення у 4% спостерігається у 2018 та 2020 рр., що перш за все характеризується зменшенням мобільності руху персоналу всередині держави та скороченням попиту на робочу силу всередині країни по всім галузям економіки. У порівнянні з цими операційними періодами економічної активності Компанії, у 2017 та 2019 рр. рівень плинності кваліфікованих кадрів був збільшений до 10,6% та 16,3% відповідно.

### **2.5.2. Система оплати праці персоналу АТ «Укрзалізниця» та мотиваційні механізми підвищення продуктивності праці**

Вагомим стимулом для ефективної трудової діяльності Товариства є оплата праці персоналу, яка спроможна забезпечити прозорий та справедливий підхід до оцінки результатів праці із економічно доцільним та конкурентним рівнем системи

винагороди. Виконуючи роль сполучної ланки між Компанією та найманими працівниками, оплата праці вважається важливим аспектом соціально-економічних відносин всередині підприємства. При цьому, важливим є дотримання основних принципів політики оплати праці працівників, встановлених на організаційному рівні суб'єкта господарювання, включаючи, підвищення мотивації праці, прозорості та конкурентоспроможної системи винагороди, легітимності її формування на законодавчому рівні та ефективного фінансового менеджменту Компанії. Слід зазначити, що фонд оплати праці Товариства складається з фонду основної і додаткової заробітної плати, інших заохочувальних та компенсаційних виплат.

Найвагоміша складова оцінки розміру заробітної плати персоналу – фонд основної заробітної плати, передбачає винагороду за виконану роботу відповідно до встановлених норм праці. За своєю структурою вона містить погодинну форму оплати праці у вигляді тарифних ставок (окладів) та відрядну форму оплати праці у формі відрядних розцінок. Відповідно до Положення про оплату праці працівників акціонерного товариства «Українська залізниця» основою організації оплати праці є тарифні сітки, тарифні ставки, схеми окладів. Робітники основних (масових) професій, складаючи 70% загальної кількості персоналу Товариства, мають досить розгалужену систему оплати праці. Оплата праці працівників робітничих професій може здійснюватися за відрядною або почасовою формами та такими системами: прямою почасовою, прямою відрядною, почасово-преміальною, відрядно-преміальною, відряднопрогресивною, відрядно-регресивною, непрямою відрядною, за індивідуальними або колективними показниками (індивідуально-відрядна, колективно-відрядна), акордною, акордно-преміальною, комісійною тощо. При тарифікації роботи персоналу за тарифною сіткою, вона складається з чотирьох рівнів. На першому рівні передбачена тарифікація роботи та визначення тарифних ставок для працівників задіяних на роботах, що не пов'язані з рухом поїздів, виготовленням, ремонтом та обслуговуванням рухомого складу, а також на виготовленні залізобетонних конструкцій. Вже на другому рівні враховуються роботи з ремонту, обслуговування і налагодження основного технологічного устаткування, пристроїв сигналізації, централізації, блокування, з ремонту,

поточного утримання колії, штучних споруд та земляного полотна, безпосередньо пов'язаних з рухом поїздів та перевезенням вантажів і пасажирів тощо. Третій рівень передбачає оплату праці за роботи, пов'язаних із виготовленням, ремонтом та технічним обслуговуванням рухомого складу, підготовкою вагонів та локомотивів до перевезень, по ремонту та виготовленню рухомого складу та інше. Тарифікація праці на четвертому рівні включає роботи з управління потужними і особливо складними залізничнобудівельними, колійними та будівельними машинами і механізмами, а також відновні роботи відновними поїздами тощо.

Оплата праці керівників, професіоналів, фахівців та технічних службовців АТ «Укрзалізниця» здійснюється за почасово-преміальною системою оплати праці, основою організації оплати праці яких, є схеми посадових окладів. Посадові оклади диференціюються за масштабами та складністю виробництва, рівнем відповідальності, кваліфікації, умовами праці та цінністю посад. Призначення посадових окладів здійснюється в межах діапазону посадових окладів відповідної професійно-кваліфікаційної групи, при цьому, 20 відсотків працівників в певному структурному підрозділі можуть отримувати максимальний розмір посадового окладу, 60 відсотків – за середнім розміром та 20 відсотків – за мінімальним.

У структуру фонду заробітної плати входить також додаткова заробітна плата, яка визначає винагороду за працю понад установлені норми, за трудові успіхи та винахідливість і за особливі умови праці. Вона складається з доплат, надбавок, гарантійних та компенсаційних виплат, передбачених чинним законодавством, а також премій за виконання виробничих завдань і функцій. Фонд додаткової заробітної плати включає в себе перш за все премію за основні результати діяльності, яка нараховується за підсумками роботи за звітний період (місяць, квартал) на підставі оцінки рівня досягнення ключових показників ефективності за даними фінансової, статистичної, управлінської звітності, інформаційно-аналітичних матеріалів, розпорядчих та кадрових документів. Нарахування премії працівникам Підрозділів проводиться за фактично відпрацьований час на тарифну ставку (посадовий оклад), відрядний (акордний) заробіток, міжпосадову та міжрозрядну різницю. Таким чином, даний показник

преміювання за рахунок формування тісного взаємозв'язку між оплатою та результатами праці, спрямований на мотивацію персоналу із підвищенням його особистої відповідальності та безперервного розвитку.

Доплати до тарифних ставок і посадових окладів включають в себе доплати за суміщення професій, виконання обов'язків тимчасово відсутнього працівника, роботу у важких і шкідливих та особливо важких і особливо шкідливих умовах праці, роботу у вечірній час та роботу у нічний час та інше. При цьому, нарахування доплат працівникам проводиться на місячний посадовий оклад (тарифну складову) за фактично відпрацьований час з урахуванням зміни посадового окладу (тарифної складової) протягом періоду нарахування. Наприклад, за суміщення професій, збільшення обсягу робіт та виконання обов'язків тимчасово відсутнього працівника розмір доплати на одного працівника встановлюється не менше 10 відсотків. На роботах із важкими і шкідливими умовами праці рівень доплати сягає 4, 8, 12 відсотків тарифної ставки, на роботах із особливо важкими і особливо шкідливими умовами праці – 16, 20, 24 відсотків, за роботу у вечірній та нічний час – 20 та 40 відсотків відповідно тарифної ставки (окладу) за кожен годину роботи у відповідний проміжок часу.

Надбавки до тарифних ставок та посадових окладів нараховуються за високу професійну майстерність, високі досягнення у праці, виконання особливо важливої роботи, за знання та використання в роботі іноземної мови, вислугу років тощо. Вони нараховуються на місячний посадовий оклад (тарифну складову) за фактично відпрацьований час з урахуванням зміни посадового окладу (тарифної складової) протягом періоду нарахування. Забезпечуючи високу якість виконуваної роботи, виконуючи продуктивно нормовані виробничі завдання на особливо складних роботах, персонал стимулюється наданням надбавки за високу професійну майстерність строком на один рік, починаючи із 12 відсотків для 3 розряду та закінчуючи 24 відсотками для 6 розряду та вище. Рівень надбавки оцінюється за кваліфікаційним рівнем працівника, його досвіду роботи, результатів виконання ключових показників ефективності, професійною ініціативністю та інше. Наприклад, при виконанні та перевиконанні всіх ключових показників

ефективності роботи протягом усіх звітних періодів, а також при виконанні особливо важливих робіт керівниками, професіоналами, фахівцями та службовцями, протягом року персонал може отримати надбавку 10, 20, 30, 40 або 50 відсотків посадового окладу за фактично відпрацьований час. При цьому, разі присвоєнню працівнику надбавки за високу професійну майстерність, високі досягнення у праці та виконання особливо важливої роботи, її розмір не може перевищувати 50 відсотків посадового окладу (тарифної складової).

Третя складова фонду оплати праці Товариства включає встановлення інших заохочувальних виплат та винагород (одноразових заохочень, премій, винагород) для працівників за виконання робіт і завдань, не передбачених посадовими чи функціональними обов'язками. До них, зокрема, належить виконання важливих і особливо важливих виробничих завдань, перемоги в галузевих змаганнях, конкурсах професійної майстерності та виробничих змаганнях, високі досягнення у спортивних змаганнях, конкурсах народної творчості дорожнього, міжгалузевого та державного рівнів, сумлінна праця з нагоди ювілею та інше. Наприклад, за виконання важливих і особливо важливих виробничих завдань (робіт) працівнику можуть бути виплачені премії в розмірі до шести посадових окладів на рік. При активній участі в спортивній та культурно-масовій роботі, яка призвела до перемоги у галузевих змаганнях, конкурсах професійної майстерності, спортивних змаганнях Товариства, передбачаються одноразові заохочення (винагороди, премії) задіяним працівникам, диференціація виплати яких сягає, 50% фонду заохочення за перемогу у змаганнях за 1 місце, 30% – за друге місце та 20% – за третє місце. Крім цього, персоналу можуть бути виплачені одноразові заохочення, не пов'язані з виробничою діяльністю у зв'язку з державними святами у розмірі – 20-40 відсотків мінімальної місячної тарифної ставки, Днем залізничника – 20-100 відсотків посадового окладу та інших професійних свят – 20-50 відсотків мінімальної місячної тарифної ставки. Також до фонду інших заохочувальних виплат та винагород належить одноразова надбавка за вислугу років, розмір якої, залежить від стажу роботи в УЗ та посадового окладу (тарифної складової). Дане одноразове

заохочення сягає від 20 відсотків для стажу роботи від 1 до 5 років до 100 відсотків при максимальному нормованому рівні стажу понад 15 років.

Більш детально проаналізувати структурні зрушення ФОП, а отже і ефективність системи оплати праці в динаміці за чотири роки, можна на основі аналітичних даних представлених на рис. 2.6. Наведені дані свідчать про зростання ФОП та його окремих складових у цілому на кожний рік дослідження, та у 2020 р. – про спад по всій структурі системи оплати праці. Наприклад, у 2019 р. відносний темп росту фонду основної заробітної плати із максимальним його значенням за досліджуваний період у 17,07 млрд перевищив аналогічне значення показника базового 2017 р. на 33,8%, фонду додаткової заробітної плати – на 52,2%, інших заохочувальних та компенсаційних виплат – на 42,9%.

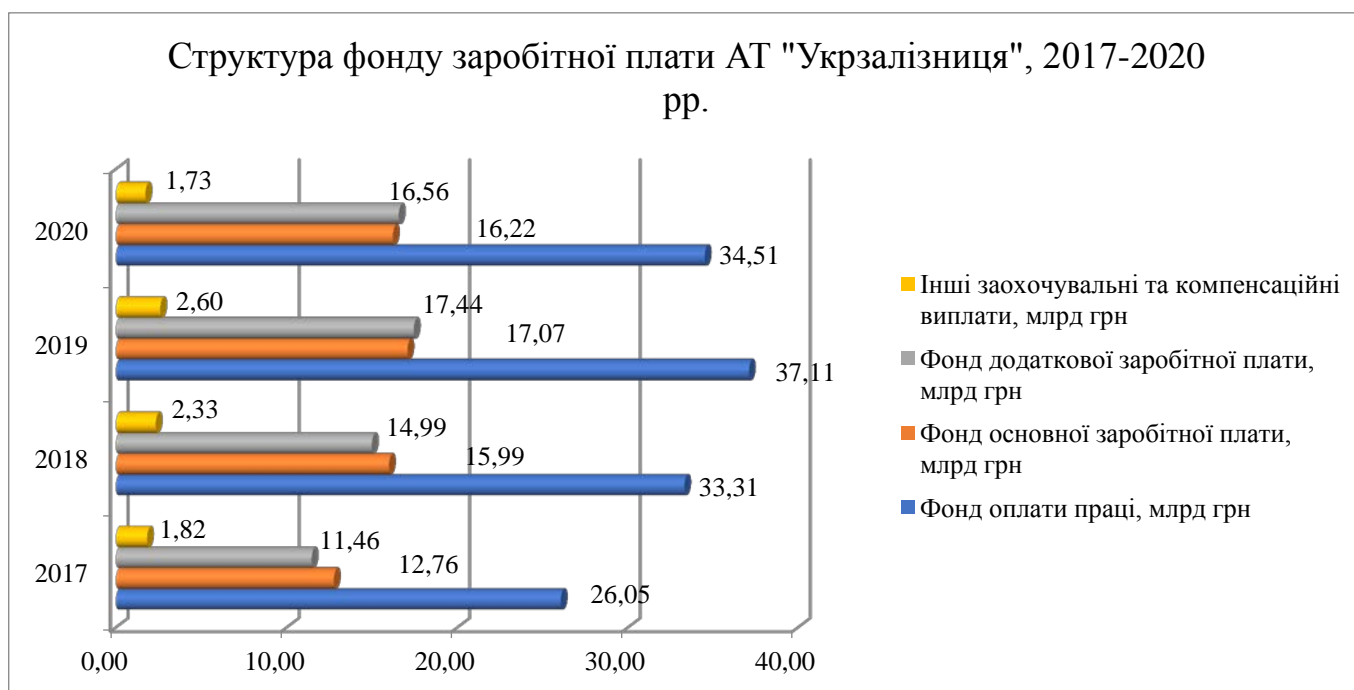


Рис. 2.6 Аналіз динаміки змін фонду заробітної плати АТ «Укрзалізниця», 2017 -2020 рр.

Зростання фонду заробітної плати, зокрема, зумовлено підвищенням середньомісячної заробітної плати у зв'язку із зростанням тарифних ставок та посадових окладів, зокрема, у 2019 р. на 10% та запровадженням корпоративної системи оплати праці, при цьому, темп росту сягнув 15,6% відносно 2018 р. Питому вага основної заробітної плати у загальній сумі фонду оплати праці має відносно стабільне значення (див. табл. 2.11).

Таблиця 2.11

Структурний аналіз фонду заробітної плати АТ «Укрзалізниця» за 2017-2020 рр.

Показник	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2020 р.	Відносне відхилення 2020 р. до 2017, %
Фонд заробітної плати, млрд грн	26,05	33.31	37,11	34,51	32,5
Середньооблікова кількість штатних працівників, осіб	276 119	264 599	255 013	247 954	-10,2
Середньорічна оплата праці одного працівника, грн	94 356	125 880	145 512	139 200	47,6
Середньомісячна оплата праці одного працівника, грн	7 863	10 490	12 126	11 600	47,5

Найбільший рівень даного показника відноситься до 2019 р. – 54% , який у 2020 р. зменшився на 1%. Даний рівень фонду основної заробітної плати в загальній структурі ФОП є не досить ефективним з огляду порівняння з економічно розвинутими країнами, в яких його значення сягає 85-90%. Така досить негативна тенденція пов'язана із нестабільною соціально-економічною та політичною системою країни, дисбалансом попиту та пропозиції на ринку праці, інфляційними процесами та нестабільністю законодавчої та податкової системи.

Зростання фонду додаткової заробітної плати до 17,44 млрд грн у 2019 р., що випереджає його рівень у 2017 р. на майже 6 млрд грн, зумовлено покращенням розподілу витрат Товариства на заходи в соціальній політиці підприємства, визначеними Галузевою угодою, укладеної між Державною адміністрацією залізничного транспорту України та профспілками. У 2020 р. фонд додаткової заробітної плати наблизився до рівня 2018 р. та сягнув 16,56 млрд грн (у 2018 р. його величина становила майже 15 млрд грн), що менше на 0,88 млрд грн попереднього періоду. Наприклад, виплата надбавки за вислугу років персоналу залізниці у 2020 р. зменшилася на 154,08 млн грн по відношенню до 2018 р., проте, доплати та надбавки збільшилися на 543,11 млн грн.

Що стосується інших заохочувальних та компенсаційних виплат, то їх найбільша величина також припадає на 2019 р. і становить 2,6 млрд грн, що у 1,43 разів перевищує базове значення у 2017 р. Зменшення їх значення на 0,87 млрд грн у 2020 р., зокрема, можна охарактеризувати зменшенням виплат за роз'їзний характер роботи на 62,26 млн грн, відшкодувань на обов'язкове медичне обстеження працівників коштом підприємства – на 74,76 млн грн. Позитивна динаміка спостерігається у збільшенні матеріальної допомоги на 590,88 млн грн та допомоги при звільненні у зв'язку з виходом на пенсію – на 13,81 млн грн.

Також важливим є аналіз змін середньої заробітної плати для аналізу ефективності використання фонду заробітної плати як невід'ємної частини соціально-трудових відносин у Товаристві. У динаміці за аналізований період рівень середньомісячної заробітної плати до 2019 р. поступово зростав та на 2019 р. становив 12 126 грн, що в порівнянні із базовим роком більше на 54,2%. Проте, у 2020 р. вона сягнула 11 600 грн, що на 4,3 % менше проти 2019 р., що пов'язано із запровадженням Антикризогового плану заходів АТ «Укрзалізниця» на 2020 р. внаслідок погіршення фінансового стану Товариства, спричиненого пандемією COVID-19. Безумовно, зниження рівня середньомісячної заробітної плати у зв'язку із виробничим простоем 40 % персоналу, та відповідно скороченням тривалістю відпрацьованих днів, тривалістю робочого часу та одночасно зменшення середньооблікової кількості персоналу вплинуло на зменшення ФОП на 7% відносно попереднього року. Проте, позитивним явищем стало посилення забезпечення соціальних гарантій та мотиваційних механізмів для персоналу із збереженням усіх доплат, надбавок та премій, стабільною виплатою премії за результатами виконання виробничих показників та інше. Це свідчить про високий рівень соціальної спрямованості кадрової політики підприємства та ефективності антикризового менеджменту в умовах складної соціально-економічної та політичної ситуації на загальнодержавному рівні. Розгалужена система оплати праці, заохочувальних та компенсаційних виплат є важливою складовою для підвищення рівня ефективності використання трудового потенціалу залізниці та створення умов для оптимального використання трудових ресурсів УЗ.

### РОЗДІЛ 3.

## ПРОЕКТУВАННЯ СИСТЕМИ МОТИВАЦІЇ ПЕРСОНАЛУ В АТ «УКРЗАЛІЗНИЦЯ» НА БАЗІ КОНЦЕПЦІЇ ВАРТІСНОГО УПРАВЛІННЯ

### **3.1. Практичне обґрунтування ефективності використання системи мотивації персоналу на основі вартісного підходу управління**

Сучасний стан розвитку корпоративного менеджменту з поглибленими зовнішньо-інтеграційними процесами на світовій арені вимагає підвищення ефективності управління фінансово-господарською діяльністю підприємства із потенціальною максимізацією його акціонерної вартості. Для підвищення ринкової вартості компанії та відповідно її інвестиційної привабливості усе більшого значення в системі управління підприємством набуває вартісно-орієнтоване управління, зокрема, засноване на дохідному підході. Дохідний підхід покликаний сформулювати узгодженість бізнес-процесів підприємства, його стратегічних напрямів діяльності та вартісних показників оцінки діяльності суб'єкта господарювання із їх впливом на зміну акціонерної вартості компанії.

З огляду інвестиційних мотивів дохідний підхід є найбільш прийнятним для оцінки вартості підприємства. Він фактично уособлює поточну вартість очікуваних майбутніх грошових доходів при зіставленні із поточними витратами від здійснення господарської діяльності та врахуванні факторів часу та ризику. Оцінка ефективності підприємства на основі показника економічної доданої вартості (Economic Value Added – далі EVA) передбачає побудову системи винагороди персоналу, яка здатна змотивувати компетентні кваліфіковані кадри покращити результати своєї продуктивної праці та відповідно фінансову стабільність та ліквідність підприємства шляхом сприяння зростанню його вартості. Більша увага при стимулюванні праці за вартісно-орієнтованим підходом на відміну від преміювання працівників за фінансовими результатами діяльності підприємства приділяється досягненню заданого рівня зростання капіталізації суб'єкта

господарювання. Матеріальні заохочення на кінець фінансового періоду покликані збільшити зацікавленість персоналу в оптимізації виробничих процесів із зменшенням матеріально-виробничих витрат, підвищити рівень задоволеності потреб працівника у грошовій мотивації та зменшити рівень плинності кваліфікованих кадрів, покращити ефективність використання авансованого капіталу із зменшенням частки непрацюючого капіталу в структурі майна підприємства.

Впроваджуючи вартісно-орієнтоване управління як інноваційну практику стратегічного управління бізнесом та зосереджуючи філософію підприємства на забезпеченні дохідності, що перевищує вартість капіталу, центральним завданням є формування мотивованого та відповідального персоналу, дохід якого напряму пов'язаний із ростом вартості акцій підприємства. Таким чином, працівники мають змогу забезпечити собі своєю трудовою діяльністю справедливу винагороду, контролюючи операційні процеси в межах своєї зони відповідальності. Менеджмент чистої вартості, який ставить за мету ефективний розподіл наявних ресурсів Компанії, в тому числі й трудових ресурсів, є необхідним кроком в довгостроковій стратегії розвитку залізниці, що створить вартісно-орієнтовані засади для підвищення фінансової стійкості, інвестиційної привабливості та конкурентоспроможності підприємства на ринку транспортних послуг. Система індикаторів оцінки цільових результатів роботи персоналу у сфері корпоративного управління гармонізує інтереси зацікавлених суб'єктів в отриманні бажаних вигід від своєї професійної та ділової діяльності, що підкреслюється додатковим матеріальним мотиваційним заохоченням найважливішої категорії працівників залізниці. При дисбалансі на ринку робочої сили, поглибленні фінансово-економічної кризи та необхідності підвищення ефективності подальших антикризових заходів управління національною компанією, концепція VBM з акцентом на забезпечення залізниці висококваліфікованими трудовими ресурсами, є необхідним напрямом в досягненні стратегічних завдань розвитку УЗ в умовах жорсткої ринкової конкуренції та складної ринкової кон'юнктури із мінливими зовнішніми факторами впливу на господарську діяльність підприємства.

### **3.2. Формування системи мотивації персоналу на основі підвищення вкладу працівників у створення вартості підприємства на прикладі АТ «Укрзалізниця»**

Здійснимо оцінку вартості АТ «Укрзалізниця» за методом дисконтованих грошових потоків (Discounted Cash Flows – DCF), використовуючи дохідний підхід до оцінки бізнесу. В основі цього підходу лежить визначення вартості об'єкта оцінки (майнового комплексу підприємства) як поточної вартості майбутніх грошових потоків (Cash-flows – CF) суб'єкта господарювання від володіння його корпоративними правами. Метод непрямой капіталізації доходу є найбільш оптимальним способом визначення акціонерної вартості Товариства. Залізниця є крупним багатофункціональним комерційним об'єктом, майбутні грошові потоки якого, є непостійними протягом визначеного періоду прогнозування, а продукція, яка реалізовується УЗ, характеризується вагомою конкурентоспроможністю в порівнянні із потенційними конкурентами на ринку транспортних послуг. При цьому, особливістю застосування цього методу є спирання на прогноз грошових потоків, а не передбачуваних доходів, що дає можливість уникнути залежність показника оцінки бізнесу від методу обліку вартості товарно-матеріальних цінностей в собівартості продукції, коливання його значень від застосування методу прискореної амортизації тощо. Вартість підприємства залежить від розміру грошових потоків, тривалості прогнозу та рівня інвестиційного ризику. Дисконтування поточної вартості грошових потоків та реверсії забезпечується за рахунок ставки дисконту, що можна побачити за формулою 3.1:



ринкову кон'юнктуру, високий рівень інвестиційної невизначеності та ризиків власників капіталу, прогнозні значення окупності фінансових вкладень та стабілізації темпів росту підприємства скорочуються. Відповідно до нестабільних та постійно мінливих умов господарювання АТ «Укрзалізниця», що зумовлені фінансово-економічною кризою, економічно доцільним є формування часового горизонту моделювання грошових потоків Компанії впродовж трьох років (з 2021 р. по 2023 р.). Такий прогнозний період забезпечить коректне передбачення розміру майбутніх грошових потоків із генеруванням стабільних темпів росту грошових потоків останнього року прогнозного періоду, що є необхідним для економічно обґрунтованого прогнозування темпів росту в термінальній вартості підприємства.

Орієнтуючись на ретроспективний аналіз фінансово-господарської діяльності УЗ відповідно до Консолідованого звіту про сукупний дохід 2017-2020 рр. та ринкових умов розвитку галузі залізничних перевезень, проведемо прогнозний розрахунок очікуваного чистого вільного грошового потоку Товариства по кожному року прогнозного періоду. Спочатку спрогнозуємо грошовий потік операційної та інвестиційної діяльності впродовж прогнозованого операційного циклу та постпрогнозованого періоду – 2021-2023 рр. на основі моделі грошового потоку на власний капітал (див. табл. 3.2).

Таблиця 3.2

Розрахунок грошового потоку АТ «Укрзалізниця» за 2017-2020 рр., тис грн

Показник, тис грн	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2020 р.
Дохід від реалізації	73 938 151	83 402 407	90 352 319	75 291 560
Собівартість реалізованої продукції	(68 603 550)	(79 799 136)	(85 532 726)	(78 050 557)
Операційний прибуток	5 334 601	3 603 271	4 819 593	(2 758 997)
Прибуток до вирахування відсотків та податків (ЕВІТ)	772 093	940 477	4 863 347	(11 934 307)
Податок на прибуток (ЕВІТ ставка)	(657 544)	(736 623)	(1 875 100)	34 620
Чистий прибуток за рік (NOPAT)	114 549	203 854	2 988 247	(11 899 687)
Амортизаційні відрахування	14 662 305	12 547 478	12 402 695	12 786 783

## Продовження таблиці 3.2

Показник, тис грн	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2020 р.
Власний оборотний капітал	-8 334 685	-19 399 804	-9 090 132	-17 009 087
Зміна власного оборотного капіталу	5 110 477	-11 065 119	10 309 672	-7 918 955
Грошовий потік від операційної діяльності	9 666 377	1 686 213	5 081 270	-7 031 859
Інвестиції в основні засоби	(10 872 454)	(15 033 937)	(9 285 375)	(9 221 094)
Зміна інвестицій в основні засоби	-4 073 006	-4 161 483	5 748 562	64 281
Довгострокові зобов'язання	29 967 087	23 972 736	28 495 896	28 726 724
Зміна довгострокових зобов'язань	3 116 821	-5 994 351	4 523 160	230 828
Чистий грошовий потік (FCFF)	8 710 192	3 519 081	3 855 868	-6 865 312

Спираючись на середні коефіцієнти змін показників доходів, витрат та фінансових результатів АТ «Укрзалізниця» впродовж 2017-2020 рр., проведемо фінансове планування прогнозних значень фінансових показників Товариства за методом екстраполяції. Екстраполяція тренду змін фінансових показників дозволить спрогнозувати розмір чистого прибутку Товариства на короткостроковий період, виходячи із гіпотези збереження тенденції дій основних факторів на його постпрогнозне значення або врахування напрямку їх змін у короткостроковій перспективі [24, с. 241-243]. Для розрахунку їх прогнозних значень скористуємося методом відносних показників (див. ф-лу 3.2):

табл. 3.3. Відповідно до поставленого завдання сформуємо трендову лінію планових значень фінансових коефіцієнтів на основі їх середніх значень в структурі валової виручки від реалізації продукції Компанії та визначимо фінансовий результат господарської діяльності підприємства в умовах посткризової господарської діяльності національного перевізника.

Таблиця 3.3

## Прогноз чистого прибутку АТ «Укрзалізниця» на 2021-2023 рр., тис грн

Фінансовий показник, тис грн	2021 р.	2022 р.	2023 р.	Середнє значення частки, %
Дохід від реалізації	83 498 644	84 599 658	85 700 672	100
Собівартість реалізованої продукції	(80 993 685)	(82 061 668)	(81 129 652)	96,7
Операційний прибуток	2 504 959	2 537 990	4 571 020	-
Фінансові доходи	317 295	321 479	525 663	0,38
Фінансові витрати	(1 915 336)	(1 816 052)	(2 430 853)	4,8
Інші доходи	129 840	131 552	333 264	0,16
Інші витрати	(212 133)	(214 931)	(217 728)	0,25
Чистий (збиток)/прибуток від курсових різниць	(708 391)	(717 732)	727 073	0,85
Частка в прибутку асоційованих підприємств	11 866	12 022	12 178	0,01
Прибуток до вирахування відсотків та податків (ЕВІТ)	128 100	254 328	3 520 617	-
Податок на прибуток (ЕВІТ ставка)	(19 541)	(38 796)	(537 043)	-
Чистий прибуток за рік (NOPAT)	108 559	215 532	2 983 574	-

При формуванні прогнозу майбутніх фінансових результатів діяльності Компанії є доцільним використання кореляційно-регресійного аналізу, який здатний зобразити односторонню стохастичну залежність між факторною та результативною ознакою за наступним рівнянням лінійної багатofакторної регресії (див. ф-лу 3.3):



досліджуваними величинами Чеддока характеризується як дуже тісний зв'язок (від 0,9 до 1). Між чистою виручкою та чистим прибутком, як можна побачити, існує середній зв'язок (від 0,5 до 0,7), між собівартістю реалізацією та чистим прибутком – дуже слабкий (від 0 до 0,3) та із іншими операційними доходами та витратами він взагалі лінійно не пов'язаний (див. табл. 3.5). Тобто, виходячи з ступеню функціонального взаємозв'язку між досліджуваними показниками, до кореляційно-регресійної моделі увійдуть наступні найбільш істотні фактори – рентабельність активів та коефіцієнт автономії, а всі інші чинники необхідно виключити з наступних розрахунків регресійної моделі в міру їх слабкої значущості. Так, коефіцієнт рентабельності активів характеризує ефективність використання майна Товариства для генерації чистого прибутку, а коефіцієнт фінансової незалежності – рівень фінансування активів Компанії за рахунок власних фінансових ресурсів.

Таблиця 3.5

Кореляційна матриця обсягу чистого прибутку Товариства та ряду факторів

	Y						
Y	1						
	0,613303517	1					
	0,151236668	0,873208382	1				
	-0,06314677	0,570113667	0,734525678	1			
	-0,336479093	0,368885943	0,652189061	0,9610579	1		
	0,999996274	0,611633285	0,149197485	-0,065870765	-0,339048357	1	
	0,818723295	0,06019839	-0,425455265	-0,564761606	-0,759983564	0,820124906	1

Для проведення регресійного аналізу та встановлення форми зв'язку між досліджуваними ознаками була використана надбудова MS Excel «Аналіз даних/Регресія» (див. табл. 3.6). Слід зауважити, що коефіцієнт детермінації наближений до одиниці. Тобто, на 99,99% лінійна зміна чистого прибутку зумовлена зміною показників рентабельності активів та коефіцієнту автономії.

Таблиця 3.6

Регресійна статистика

Множинний R	0,999999262
R-квадрат	0,999998523
Нормований R-квадрат	0,999995569
Стандартна похибка	13969,01079
Спостереження	4

Відповідно до результатів перевірки регресійної моделі на адекватність, нульових гіпотез та довірчих інтервалів параметрів необхідно звернути увагу на значення критерія Фішера (F-критерія) та порівняти його практичне значення із теоретичною статистикою Фішера (див. табл. 3.7).

Таблиця 3.7

## Дисперсійний аналіз економетричної моделі

	df	SS	MS	F	Значущість F
Регресія	2	1,32127E+14	6,60633E+13	338554,7414	0,001215263
Залишок	1	195133262,4	195133262,4		
Разом	3	1,32127E+14			

Аналізуючи результати обчислення F-відношення Фішера із його критичним значенням та рівнем надійності 0,95, можна зробити висновок, що дана регресійна модель є адекватна реальній дійсності (експериментальним даним). Тому, проведення економетричного аналізу є доцільним, оскільки, рівняння множинної регресії є значущим на 95%, а вплив випадкових факторів відсутній.

Для перевірки якості побудованої економетричної моделі слід провести оцінку значущості коефіцієнта детермінації як вибіркової величини за допомогою t-критерію Стьюдента (див. табл. 3.8).

Таблиця 3.8

## Перевірка нульової гіпотези стосовно коефіцієнта множинної кореляції

	Коефіцієнти	Стандартна похибка	t-статистика	P-Значення	Нижні 95%	Верхні 95%
Y-перетин	2313554,825	1142757,728	2,024536581	0,292073529	-12206558,84	16833668,49
	264739483	560319,3315	472,4796524	0,001347399	257619950,8	271859015,1
	-2909853,619	1446763,933	-2,011284324	0,293736929	-21292732,36	15473025,12

Рівняння множинної лінійної регресії залежності чистого прибутку Товариства від значення рентабельності активів та коефіцієнту автономії має наступний:



оборотний капітал та довгострокової заборгованості залізниці відповідно до періодів прогнозу ділової активності АТ «Укрзалізниця». Відповідні розрахунки чистого вільного грошового потоку підприємства наведені в табл. 3. 9.

Таблиця 3.9

Прогноз грошового потоку АТ «Укрзалізниця» на 2021-2023 рр., тис грн

Показник, тис грн	2021 р.	2022 р.	2023 р.
Чистий прибуток за рік (НОРАТ)	108 559	215 532	2 983 574
Амортизаційні відрахування	13 693 778	13 874 344	14 054 910
Зміна власного оборотного капіталу	-377 724	-1 571 353	-1 571 353
Зміна інвестицій в основні засоби	793 540	1 070 264	1 070 264
Зміна довгострокових зобов'язань	-735 596	80 207	80 207
Чистий грошовий потік (FCFF)	13 366 669	11 528 466	14 477 074

Наступним етапом оцінки акціонерної вартості Товариства за методом дисконтованих грошових потоків вважається дисконтування усіх прогнозованих грошових потоків із визначенням ставки дисконту, яка враховує інвестиційний ризик, специфіку діяльності підприємства та фазу його життєвого циклу. За допомогою розрахунку ставки дисконту, є можливим визначення норми прибутку, за якої майбутні грошові потоки приводяться до поточної вартості на момент оцінки вартості підприємства та враховують премію за ризик інвестування акціонерів в оцінюване підприємство. Для більш економічно доцільного дисконтування грошових потоків на бізнес (FCFF) розрахуємо ставку дисконту за моделлю середньозваженої вартості капіталу (Weighted Average Cost of Capital – WACC):

дисконту узгоджується з відповідним типом очікуваних вигід, приведених до теперішньої вартості, через показник скоректованої ставки дисконтування. Розрахунок середньозваженої вартості капіталу УЗ представлено у табл. 3.10.

Таблиця 3.10

Розрахунок ставки дисконту за методом середньозваженої вартості капіталу

Показник	2021 р.	2022 р.	2023 р.
Ціна залучення власного капіталу, %	0,05	0,11	1,54
Чистий прибуток, тис грн	108 559	215 532	2 983 574
Власний капітал, тис грн	199 908 535	196 661 945	193 415 356
Ціна залучення позикового капіталу, %	1,24	1,22	1,2
Відсотки до сплати, тис грн	(2 835 860)	(2 748 715)	(2 648 581)
Позиковий капітал, тис грн	227 899 663	224 733 281	221 566 899
Відсоткова ставка податку на прибуток, %	18	18	18
Частка акціонерного капіталу, %	46,73	46,67	46,61
Частка позикового капіталу, %	53,27	53,33	53,39
WACC, %	0,48	0,7	1,18
Коефіцієнт дисконтування (R)	0,9763	0,9590	0,9212

Для подальшої оцінки вартості Товариства слід розрахувати величину приведеної вартості грошових потоків в постпрогнозний період – термінальну вартість. Важливим етапом на цій стадії здійснення оцінки вартості підприємства вважається визначення грошового потоку постпрогнозного періоду Компанії та врахування відмінності розміру грошового потоку акціонерного товариства на стадії росту (в прогнозом періоді) від розміру грошового потоку на стадії зрілості (в постпрогнозному періоді). Спираючись на обґрунтовано спрогнозований розмір валової виручки залізниці, зміну її оборотного капіталу та рівень інвестицій із врахуванням перспективного розміру сталого ринку транспортних послуг та частки Компанії на ринку, розрахуємо приведену вартість грошового потоку постпрогнозного періоду та виходячи з цього визначимо залишкову вартість УЗ. При цьому, розрахунок термінальної вартості УЗ здійснимо на основі формули Гордона (див. ф-лу 3.5):



інвестований капітал у підприємство. На відміну від показника чистого прибутку, який показує кінцевий результат фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання та спирається на майбутні грошові потоки, економічна додана вартість характеризує ефективність використання інвестованого капіталу в підприємство, яка визначається перевищенням рентабельності підприємства (доданого прибутку на капітал) над середньозваженою вартістю капіталу (див. ф-лу 3.6) [40, с. 55]:

Товариства. Оцінка внутрішньо-фірмової ефективності залізниці із визначенням величини економічної доданої вартості на прогностний та постпрогностний період діяльності Компанії наведений в табл. 3.12. На основі отриманих результатів розрахунку EVA визначимо ринкову вартість Товариства, спираючись на його балансову вартість, збільшену на поточну вартість майбутніх EVA.

Таблиця 3.12

## Оцінка вартості АТ «Укрзалізниця» на основі економічної доданої вартості

Показник	Прогностний період			
	2021 р.	2022 р.	2023 р.	Подовжений період
Чистий прибуток за рік (NOPAT), тис грн	108 559	215 532	2 983 574	3 977 570
Інвестований капітал (IC), тис грн	2 176 764	1 755 881	1 334 999	914 117
Витрати по залученню капіталу, тис грн	10 448	12 291	15 753	13 620
Економічний прибуток (EVA), тис грн	98 111	203 241	2 967 821	3 963 950
Коефіцієнт дисконтування (R)	0,9763	0,9590	0,9212	0,8884
Приведена прогностна вартість, тис грн	95 786	194 908	2 733 957	3 521 573
Приведена подовжена вартість, тис грн	-	-	-	299 456 228
Вартість підприємства, тис грн	-	-	-	308 179 216

Приріст економічної вартості підприємства викликаний його інвестиційною активністю, що свідчить про ефективне використання капіталу, при цьому, величина вартості підприємства становить 308 179 216 тис грн, яка являє собою абсолютну величину чистого прибутку, що розподіляється між акціонерами після сплати податків та витрат по залученню капіталу. Позитивне значення показника EVA свідчить про ефективність використання капіталу підприємства та зростання його акціонерної вартості.

Враховуючи значення економічної доданої вартості впродовж 2017-2023 рр. розробимо модель мотивації робітничого персоналу АТ «Укрзалізниця», встановивши залежність розміру вартісного показника EVA від показника результативності роботи працівника масових професій через відповідні коефіцієнти участі персоналу в максимізації ринкової вартості акціонерного товариства. Використання вартісного показника – EVA, спрямованого на генерування чистих вільних грошових потоків із максимізацією прибутку, який переважає встановлену норму дохідності формується лінійно від базового показника оцінки без відзначення верхньої межі його досягнення. Така система мотивації не обмежує розмір винагороди персоналу за вартісноформуючі результати професійної діяльності. Реалізуючи місію та стратегію розвитку залізниці, розроблену вищою керуючою ланкою управління, розробка бонусної винагороди для робітничого персоналу передбачає прямий зв'язок змінної частини заробітної плати із показником максимізації економічної доданої вартості УЗ. Формування річного бонусу за внесення вкладу працівника у зростання ринкової вартості Товариства більш ефективно представити у формі прирістного підходу до бонусної винагороди, який передбачатиме лінійний ріст змінної частини заробітної плати працівника як від поточного фінансового результату діяльності Компанії, так і від фінансово-господарських результатів діяльності за попередні операційні цикли залізниці (див. ф-лу 3.7) [43, с. 144-146]:

Тобто, на відміну від традиційних систем мотивації персоналу, рівень винагороди за концепцією VBM залежить від рівня вкладу працівника у ріст акціонерної вартості підприємства та її приросту у фактичному періоді по відношенню до попереднього. Окремо слід звернути увагу на те, що динаміка зростання економічної доданої вартості Товариства матиме перевагу над її абсолютною величиною, оскільки, вона демонструє стимулювання працівника за покращення результатів в його професійній діяльності. Заробітна плата працівника робітничих професій буде складатися з основної заробітної плати (фіксованої частини), додаткової заробітної плати (змінної частини) та розрахованого бонусу за значенням EVA, скорегованого на відповідні показники чутливості (див. табл. 3.13).

Таблиця 3.13

Коефіцієнти участі працівника у створенні та зростанні EVA АТ «Укрзалізниця»

		Відсоток виконання показника
-	-	Менше ніж 50%
0,0000020	0,000003	51-89%
0,0000030	0,000007	90-100%
0,000005	0,00001	Більше ніж 100%

Планування розміру бонусної винагороди здійснюється у відсотковому відношенню до досягнутого рівня річного результату фінансової діяльності підприємства з огляду на значення EVA та темпу її зростання. Тобто, планований розмір змінної частини заробітної плати працівника визначається у відсотковому відношенні до річної винагороди у діапазоні від 0,0000020 до 0,000005 коефіцієнта участі у створенні ринкової вартості Товариства та від 0,000003 до 0,00001 коефіцієнта участі працівника у зростанні EVA. Особливістю даної бонусної винагороди працівника є можливість отримати грошову винагороду за продуктивну працю навіть при від'ємному значенні фактичного значення акціонерної вартості Товариства за рахунок порівняного зростання вартості підприємства та скорочення збитків у порівнянні із попереднім періодом.

Відстрочена грошова винагорода зменшує вірогідність орієнтації персоналу на короткострокові цілі діяльності залізниці заради отримання додаткової грошової винагороди. Зв'язок між об'єктивною оцінкою вкладу працівника у зростання акціонерної вартості Компанії та системою винагороди є базисом для використання

концепції управління вартістю. Ефективність вартісно-орієнтованої концепції управління підприємством залежить від динаміки темпу росту показника EVA, що впливає на формування розміру акціонерної вартості підприємства. Представимо тенденцію зміни EVA та річної заробітної плати персоналу масових професій УЗ на рис. 3.2.

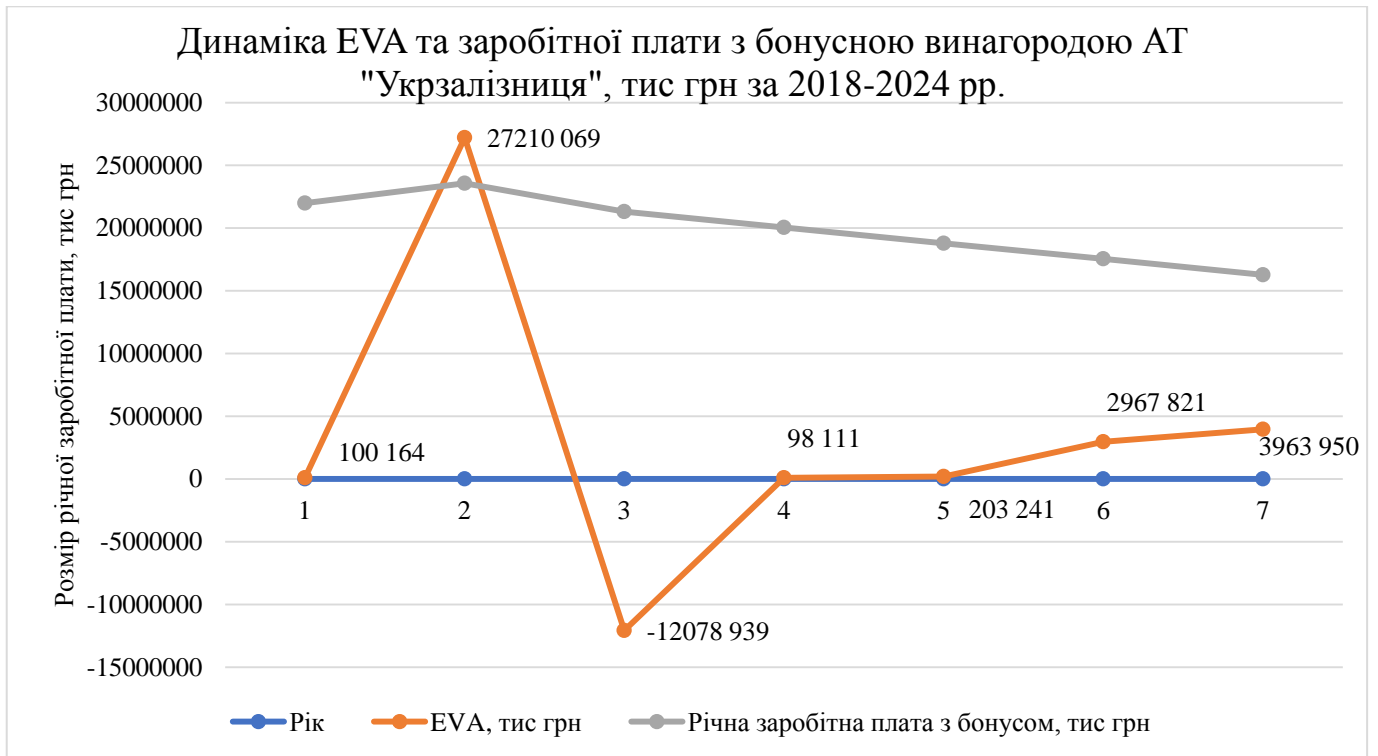


Рис. 3.2 Динаміка розміру річної заробітної плати виробничого персоналу АТ «Укрзалізниця» на засадах вартісної концепції, 2018-2024 рр.

Розвиток вартісно-орієнтованого управління системою мотивації персоналу в Товаристві забезпечить інтегровану взаємодію усіх рівнів управління та створить ефективну корпоративну культуру, спрямовану на зростання капіталізації підприємства. Вищевказаний мотиваційний важіль враховує взаємообумовленість між цільовим критерієм VBM та грошовою винагородою працівника.

Економічно приваблива модель стимулюючих механізмів працівників впливає на рівень мотивації працівників, від чого залежить рівень досягнення поставлених фінансових показників та рентабельності економічної активності залізниці. У довгостроковій перспективі це матиме позитивний економічний ефект для покращення як трудового потенціалу залізниці, так й зміцнення її ринкових позицій на транспортному ринку.

## ВИСНОВКИ

Сучасні умови господарювання на транспортному ринку з урахуванням посткризового стану економіки та соціально-економічної невизначеності розвитку транспортного сектору в сфері залізничних перевезень вимагає більш адаптивної до умов зовнішнього середовища стратегії розвитку підприємства. АТ «Укрзалізниця» як національний перевізник, що забезпечує потреби народного господарства в залізничних перевезеннях реалізовує свою місію та стратегічні напрямки діяльності за допомогою висококваліфікованого персоналу. Відповідно до цього, ефективність господарської діяльності залізниці напряму пов'язано із ступенем використання кадрового потенціалу Товариства, що в свою чергу залежить від здатності соціальної та кадрової політики Компанії ефективно використовувати трудові ресурси та формувати мотиваційні важелі для підвищення продуктивності їх праці.

Оскільки, інтереси акціонерів полягають у перспективному зростанні капіталізації підприємства та таким чином отриманні економічного прибутку, що покриває витрати на залучення інвестованого капіталу, слід відзначити необхідність врівноваження їх інтересів із потребою працівників залізниці у справедливій та економічно привабливій грошовій винагороді за результати їх трудової діяльності. На сьогоднішній день існуюча система мотивації робітників на залізничному транспорті включає в себе досить широкий спектр елементів додаткової заробітної плати та інших компенсаційних та заохочувальних виплат. Проте, дана мотиваційна модель не передбачає підвищення мотивації даної категорії персоналу залізниці щодо сприяння зростання акціонерної вартості Товариства. Відповідно, це стримує підвищення фінансово-економічної ефективності та інвестиційної привабливості Компанії та не відповідає вимогам сучасного розвитку корпоративного сектору.

У зв'язку із вищезазначеною проблематикою, у даній дипломній роботі було відзначено необхідність формування та запровадження удосконаленої системи мотивації праці робітників масових професій залізниці, які є основною складовою частиною її кадрових ресурсів, на основі вартісно-орієнтованої концепції управління підприємством. Виходячи з цього, було запропоновано формування мотиваційних

базисів для стимулювання персоналу щодо підвищення продуктивності його праці через впровадження вартісних показників оцінки результатів праці робітників з огляду їх вкладу в зростання акціонерної вартості залізниці. Тісний взаємозв'язок між досягнутим рівнем капіталізації Товариства та темпів її приросту з огляду концепції економічної доданої вартості та сформованим розміром бонусної грошової винагороди працівників за рівень їх вкладу в зростання акціонерної вартості Компанії, покликаний задовільнити інтереси як власників капіталу, так й робітників залізничного транспорту. Розрахувавши економічну додану вартість АТ «Укрзалізниця» на прогнозний та постпрогнозний період, було відзначено, що відсоток прогнозного зростання її значення найбільш припадає на 2019 р. та період 2022-2024 рр., що формує базис для підвищення додаткової грошової винагороди робітників на суму досягнутого рівня абсолютної величини EVA та рівня її приросту за максимальним коефіцієнтом. Негативна динаміка була представлена у 2017 р. та 2020 р., оскільки, негативне фактичне значення EVA та відповідно відсутність її приросту не стало чинником для додаткової мотивації працівників. Окремо слід звернути увагу на отриманні результати розрахунку мотивації робітників за вартісно-орієнтованою концепцією у 2018 р. та 2021 р. Незважаючи на те, що темп приросту показав від'ємну динаміку, позитивне значення EVA у фактичному періоді сформувало основу для нарахування бонусної винагороди для працівників до нарахованої змінної частини їх заробітної плати.

Розширення мотиваційних механізмів стимулювання праці робітників залізниці на основі імплементації вартісних показників оцінки результатів їх праці здатне підвищити зацікавленість даної категорії стейкхолдерів Компанії у максимізації вартості підприємства. У свою чергу, це позитивно впливатиме на фінансово-економічні показники ділової активності УЗ, підвищить рівень її інвестиційного іміджу та забезпечить ефективні передумови для збереження висококваліфікованого та компетентного персоналу, без якого, господарська діяльність залізниці не може мати ефективний стратегічний розвиток. Тому, подальший організаційний розвиток залізниці, який передбачає нарощення капіталізації, має бути забезпеченим відповідною системою мотивації робітників.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Перфильев А. А., Буфетова Л. П., Вировец К. С., Гуслистова О. В. Развитие подхода к оценке стоимости компании // Мир экономики и управления. 2017. Т. 17, № 3. С. 85-99.
2. Чепка В. В. Проблеми та перспективи впровадження вартісно-орієнтованого управління на вітчизняних підприємствах / В. В. Чепка, Т. С. Павлюк // Причорноморські економічні студії. – 2016. – Вип. 10. – С. 234-238.
3. Макаренко Т. Ю. Вартісно-орієнтований контролінг на підприємстві / Т. Ю. Макаренко – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису – Гроші, фінанси і кредит. – ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», Київ, 2017. – 231 с.
4. Яремко І. Й. Економічний інструментарій вартісно-орієнтованої концепції управління. Вісник Національного університету «Львівська політехніка». 2017. № 862. Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку. С. 288-296.
5. Сотніков А.В. Еволюція концепції вартісно-орієнтованого управління / А.В. Сотніков // Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку : Збірник наукових праць. – Львів. – 2011. – с. 252-257.
6. Макаренко Т. Ю. Вартісно-орієнтована звітність як фактор підвищення ринкової вартості підприємств [Електронний ресурс] / Т. Ю. Макаренко // Економіка: реалії часу. Науковий журнал. – 2017. – № 1 (29). – С. 155-161.
7. Эффективное управление предприятием на основе его стоимости : монография / А. Ю. Харитонов, А. В. Пластинин. – Архангельск : Архангельский гос. технический ун-т, 2008. – 172 с.
8. Управління вартістю підприємства : навчальний посібник [Електронний ресурс] / О. П. Полтініна. – Харків : ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2017. – 140 с.
9. Вартісно-орієнтоване управління фінансами підприємств : Навчальний посібник / Л. А. Костирко, О. О. Терещенко, Р. О. Костирко, О. О. Серeda. – Сєвєродонецьк: вид-во СНУ ім. В. Даля, 2019. – 466 с.

10. Давидов, О. І. Проблеми та перспективи застосування показника економічної доданої вартості у вартісно-орієнтованому управлінні підприємствами [Текст] / Олександр Іванович Давидов // Економічний аналіз: зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол.: О. В. Ярощук (голов. ред.) та ін. – Тернопіль: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2017. – Том 27. – № 3. – С. 190-198.

11. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова, М. А. Эскиндаров, Т. В. Тазихина, Е. Н. Иванова, О. Н. Щербакова. – М. : ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. – 544 с.

12. Валетко, В. В. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) [Текст]: учебник / В. В. Валетко. – Минск, 2010. – 82 с.

13. Угода про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони від 27.06.2014 р. // Офіційний вісник України. 2014. № 75. Том 1. С. 83.

14. Про схвалення Концепції Державної програми реформування залізничного транспорту: Розпорядження Кабінету Міністрів України від 27 груд. 2006 р. № 651-р [Електронний ресурс] / Верховна Рада України – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/651-2006-p>.

15. Стратегія АТ «Укрзалізниця» на 2019–2023 рр. АТ «Укрзалізниця» : вебсайт. URL: <https://www.uz.gov.ua>.

16. Директива Ради 95/18/ЄЕС «Щодо залізничних підприємств» від 19 черв. 1995 р. № 95/18/ЄС [Електронний ресурс] / Верховна Рада України – Режим доступу: [http://zakon.rada.gov.ua/rada/show/994\\_952](http://zakon.rada.gov.ua/rada/show/994_952).

17. Про залізничний транспорт: Закон України від 04 лип. 1996 р. № 273/96-ВР [Електронний ресурс] / Верховна Рада України – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/rada/show/273/96-ВР>.

18. Про особливості утворення акціонерного товариства залізничного транспорту загального користування: Закон України від 23 лют. 2012 р. № 4442-VI

[Електронний ресурс] / Верховна Рада України – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/4442-17>.

19. Фінансовий аналіз. Навчальний посібник / М. Р. Лучко, С. М. Жукевич, А. І. Фаріон – Тернопіль:, ТНЕУ, – 2016 – 304 с.

20. Фінансовий аналіз [текст] навчальний посібник. / За заг. ред. Школьник І. О. [І. О. Школьник, І. М. Боярко, О. В. Дейнека та ін.] – К. : «Центр учбової літератури», 2016. – 368 с.

21. Інтегрований звіт 2017-2020 АТ «Укрзалізниця» : вебсайт. URL: <https://www.uz.gov.ua>.

22. Носонова Л.В. Застосування SWOT-аналізу для визначення конкурентоспроможності АТ «Сумський завод «Насосенергомаш». Глобальні та національні проблеми економіки. 2015. №4. С.506-512.

23. Оцінка вартості майна та бізнесу / О. І. Вівчар // Практикум – Тернопіль: ФО-П. Шпак В. Б., 2017 – 76 с.

24. Ревак І. О. Прогнозування прибутку підприємства на основі методу екстраполяції / І. О. Ревак, Н. І. Власюк, О. В. Мицак // Науковий вісник Львівського державного університету внутрішніх справ. серія економічна. – 2017. – Вип. 2. – С. 238-247.

25. Реформування Укрзалізниці: стан і особливості / Ю. В. Єлагін, Д. І. Брильов, Л. А. Зубарева // Вісник економіки транспорту і промисловості. – 2018. – № 63. – С. 75-82.

26. Орловська О.В., Белова А.І., Конкурентні переваги залізниці на ринку транспортних послуг України. / Зб. наук. праць Державного економіко-технологічного університету: Серія «Економіка і управління». – Вип.23 – 24. – К.: ДЕТУТ, 2013., 103-109 с.

27. Про схвалення Національної транспортної стратегії України на період до 2030 року. Розпорядження Кабінету міністрів України від 30 травня 2018 р. № 430-р. Режим доступу: [<https://zakon.rada.gov.ua/laws>].

28. Міщук Г. Ю., Джигар Т. М., Шишкіна О. О. Економічний аналіз: навч. посібник. – Рівне : НУВГП, 2017. – 156 с.

29. Економетрика: прикладний аспект: навчальний посібник / Т. М. Паянок, В. М. Краєвський, Н. В. Параниця, С. В. Богдан. – Ірпінь : Університет ДФС України, 2020. – 208 с.
30. Руська Р. В. Економетрика : навчальний посібник / Р. В. Руська. – Тернопіль : Тайп, 2012. – 224 с.
31. Ставицький А. В. Навчально-методичний комплекс з курсу «Економетрика». – К., 2004. – 112 с.
32. Іоргачова М. І. Вартісно-орієнтоване управління в системі корпоративного управління компанією / М. І. Іоргачова, О. М. Ковальова, Г. М. Коцюрубенко // Економіка та держава. – 2020. – № 5. – С. 111-115.
33. Марценюк Л. В., Кокітко О. В., Скубченко Д. О. Економічна безпека на залізничному транспорті як ефективна складова стабільного розвитку залізничних перевезень. Наук. вісн. Дніпропетр. держ. ун-ту внутр. справ. 2021. № 1. С. 307-315.
34. Сідлецька К. А. Концепція вартісно-орієнтованого управління як новітній стандарт корпоративного менеджменту / Сідлецька К. А., Смирнов Є. Є. // Економіка та підприємництво : зб. наук. пр. / М-во освіти і науки України, ДВНЗ «Київ. нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана»; [редкол. : І. М. Репіна (відп. ред.) та ін.]. – Київ : КНЕУ, 2018. – № 41. – С. 34-44.
35. Кульбач Ю. О. Механізм управління вартістю підприємства. Інвестиції: практика та досвід. 2017. № 23. С. 82-86.
36. Измайлов М. К., Кобзев В. В. Проблемы и перспективы внедрения стоимостно-ориентированного управления на отечественных промышленных предприятиях // Научно-технические ведомости СПбГПУ. Экономические науки. 2019. Т. 12, № 5. С. 199-208.
37. Ільчук, В. П. Механізм вартісно-орієнтованого управління фінансами промислових підприємств / В. П. Ільчук, М. А. Чут, Х. І. Штирхун // Проблеми і перспективи економіки та управління. – 2020. – № 2 (22). – С. 101-116.
38. Довгань Л. П. Оцінка вартості бізнесу в умовах впровадження вартісно-орієнтованого управління фінансами підприємств / Л. П. Довгань, А. В. Сурженко // Економічний вісник університету. – 2017. – Вип. 33/1. – С. 293-302.

39. Порохня, В. М. Моделювання економічної доданої вартості на підприємстві / В. М. Порохня, В. О. Лось // Вісник Запорізького національного університету. Економічні науки. – 2008. – №1. – С. 107-114.

40. Яшин С. Н. Применение метода экономической добавленной стоимости для мотивации топ-менеджеров корпорации / С. Н. Яшин, Е. В. Кошелев, А. В. Купцов. - Текст : непосредственный // Финансы и кредит. – 2018. – Т. 24, вып. 1. – С. 52-64.

41. Сергеева А. Д. Система мотивации топ-менеджеров на основе показателя стоимости бизнеса / А. Д. Сергеева // Вестник УГТУ–УПИ. – 2008. – № 3. – С. 25-32.

42. Кравченко Е. А. Использование показателя роста стоимости компании для мотивации управленческого персонала / Е. А. Кравченко // IV Міжнародна інтернет-конференція «Актуальні проблеми теорії та практики менеджменту». – 2014. – С. 66-68.

43. Мзоков А.Р. Финансовые аспекты системы вознаграждения сотрудников компаний // Лидерство и менеджмент. – 2017. – Том 4. – № 3. – С. 139-151.

44. Антипьев М. В. Проблема мотивации топ-менеджеров в концепции стоимостного управления // Власть и упр. на Востоке России. – 2010. – № 4 (53). – С. 70-73.

45. Берзон Н.И. Финансовый менеджмент. / учебник. под ред. Н.И. Берзона, Т. В. Тепловой. – М. : КНОРУС, 2014. – 654 с

Організаційна структура управління АТ «Укрзалізниця»

