

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ІВАНА ФРАНКА

СЕМЕНЮК ВІТАЛІЙ ОЛЕКСАНДРОВИЧ

УДК 658.16:[334.78:621.311.1]

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

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

АВТОРЕФЕРАТ

дисертації на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

Львів – 2017

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана у Чернівецькому національному університеті імені Юрія Федьковича Міністерства освіти і науки України

**Науковий керівник:** доктор економічних наук, професор  
**Нікіфоров Петро Опанасович**,  
Чернівецький національний університет  
імені Юрія Федьковича,  
завідувач кафедри фінансів і кредиту

**Офіційні опоненти:** доктор економічних наук, професор  
**Терещенко Олег Олександрович**,  
Київський національний економічний  
університет імені Вадима Гетьмана,  
завідувач кафедри корпоративних  
фінансів і контролінгу

кандидат економічних наук, доцент  
**Стецько Микола Васильович**,  
Тернопільський національний  
економічний університет,  
доцент кафедри фінансів суб'єктів  
господарювання і страхування

Захист відбудеться «28» квітня 2017р. о 14.00 год. на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 35.051.01 у Львівському національному університеті імені Івана Франка за адресою: 79008, м. Львів, проспект Свободи, 18, ауд. 115

Із дисертацією можна ознайомитись в Науковій бібліотеці Львівського національного університету імені Івана Франка за адресою: 79601, м. Львів, вул. Драгоманова, 5.

Автореферат розіслано «27» березня 2017р.

Вчений секретар  
спеціалізованої вченої ради

проф. Майовець Є.Й.

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

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

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

Дієвим способом подолання зазначених проблем виступає фінансова реструктуризація, яка (при умові реалізації на системній основі) дає змогу суттєво підвищити ефективність діяльності корпорацій. З урахуванням зазначеного, можна стверджувати, що проблеми фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України (ЕКУ) зумовлюють необхідність проведення комплексного наукового дослідження. Пріоритетна увага в цьому напрямку потребує розроблення інноваційних інструментів й технологій прийняття фінансових та інвестиційних рішень, застосування яких дасть можливість підвищити ефективність діяльності енергопостачальних корпорацій України.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Наукова новизна отриманих результатів.** У дисертаційній роботі вирішено актуальне науково-прикладне завдання, яке полягає в теоретико-методичному обґрунтуванні впливу процесу фінансової реструктуризації на ефективність діяльності енергопостачальних корпорацій України. Найбільш вагомими результатами, що характеризують новизну дослідження, які отримані автором особисто та виносяться на захист, полягають у наступному:

*уперше:*

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

*удосконалено:*

– дефініцію «фінансова реструктуризація», зокрема визначено, що під цим поняттям слід розуміти процес перебудови фінансової структури корпорацій, який здійснюється з метою максимізації добробуту акціонерів та збалансування інтересів інших стейкхолдерів у довгостроковому періоді;

концептуальні підходи до визначення об'єкта фінансової реструктуризації як структури джерел фінансування та центрів фінансової відповідальності, що в сукупності формують фінансову структуру корпорацій. Такий підхід дає можливість використовувати фінансову реструктуризацію як оперативнотактичний та стратегічний інструмент корпоративного фінансового менеджменту, а також врахувати інтереси ключових стейкхолдерів.

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

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

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

*набули подальшого розвитку:*

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

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

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

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

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

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

**Апробація результатів дисертації.** Основні результати дисертації було апробовано на міжнародних науково-практичних конференціях: «Economics, management, law: realities and perspectives» (Paris, 2016), «From the Baltic to the Black sea: the national models of economic systems» (Riga, 2016), «Трансформація сучасних соціально-економічних систем в умовах європейської інтеграції та глобалізаційних викликів» (Чернівці, 2015), «Перспективи розвитку економіки

України: теорія, методологія, практика», (Луцьк, 2015), «Сучасні концепції управління соціально-економічним розвитком держави» (Дніпропетровськ, 2015), «Детермінанти сучасного розвитку соціально-економічних систем в умовах глобальної нестабільності» (Чернівці, 2014), «Облік, контроль і аналіз в управлінні підприємницькою діяльністю» (Черкаси, 2014), «Ринкова природа інституційних трансформацій сучасних економічних систем» (Чернівці, 2013), «Суперечності та тенденції сучасної економічної динаміки» (Чернівці, 2012), «Реорганізація інституційної архітектури в посткризовий період розвитку економіки» (Чернівці, 2011); на Всеукраїнських науково-практичних конференціях: «Ефективність підприємницької діяльності: маркетинговий аспект», (Київ, 2016), «Фінансова безпека України: проблеми та пріоритети забезпечення» (Івано-Франківськ, 2013).

**Публікації.** Основні результати дисертації опубліковані у 22 наукових працях загальним обсягом 12,1 д.а., серед яких: 2 підрозділи у колективних монографіях (особисто автору належить 1,72 д.а.); 8 статей у наукових фахових виданнях України й інших держав (особисто автору належить 5,56 д.а.), з них чотири статті опубліковані у наукових фахових виданнях, що входять до реєстру міжнародних наукометричних баз, одна стаття в науково-періодичному виданні іншої держави; 12 тез конференцій (особисто автору належить 2,57 д.а.).

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

## **ОСНОВНИЙ ЗМІСТ РОБОТИ**

У **вступі** обґрунтовано актуальність теми дисертаційної роботи, визначено предмет та об'єкт, сформульовано мету і завдання дослідження, розкрито наукову новизну одержаних результатів, її теоретичне і практичне значення, відображено апробацію, публікації, структуру та обсяг роботи.

У **першому розділі «Теоретико-методичні основи фінансової реструктуризації у забезпеченні ефективності корпорацій»** простежено еволюцію підходів до розуміння ефективності діяльності корпорацій, визначено економічну сутність фінансової реструктуризації корпорацій, обґрунтовано взаємозв'язок між фінансовою реструктуризацією і ефективністю корпорацій. Критичний аналіз нормативно-правової та теоретичної бази сутності дефініції «корпорація» дав змогу сформулювати визначення цієї категорії як юридичної особи, створеної у вигляді господарського товариства, статутний капітал якого поділений на визначену кількість корпоративних прав (акцій), які розміщені серед власників (акціонерів), та дають їм право на реалізацію власних майнових прав відносно даного господарського товариства.

Доведено, що добробут акціонерів є ключовим критерієм, який відображає ефективність діяльності корпорацій. Встановлено, що він визначається наступними детермінантами: ринкова вартість власного капіталу



(та її зміна), грошові потоки між акціонерами та корпорацією, фінансові рішення, які приводять до зміни структури капіталу (виплата дивідендів, викуп акцій, додаткова емісія акцій, конверсія облигацій в акції, тощо), очікування акціонерів. Запропоновано вартісно-орієнтований показник динаміки добробуту акціонерів ( $\Delta W$ ) (1):

$$\Delta W = CF_{in} - CF_{out} - C_{cd} + MVE_1 - MVE_0 - MVE_0 \times R_e, \quad (1)$$

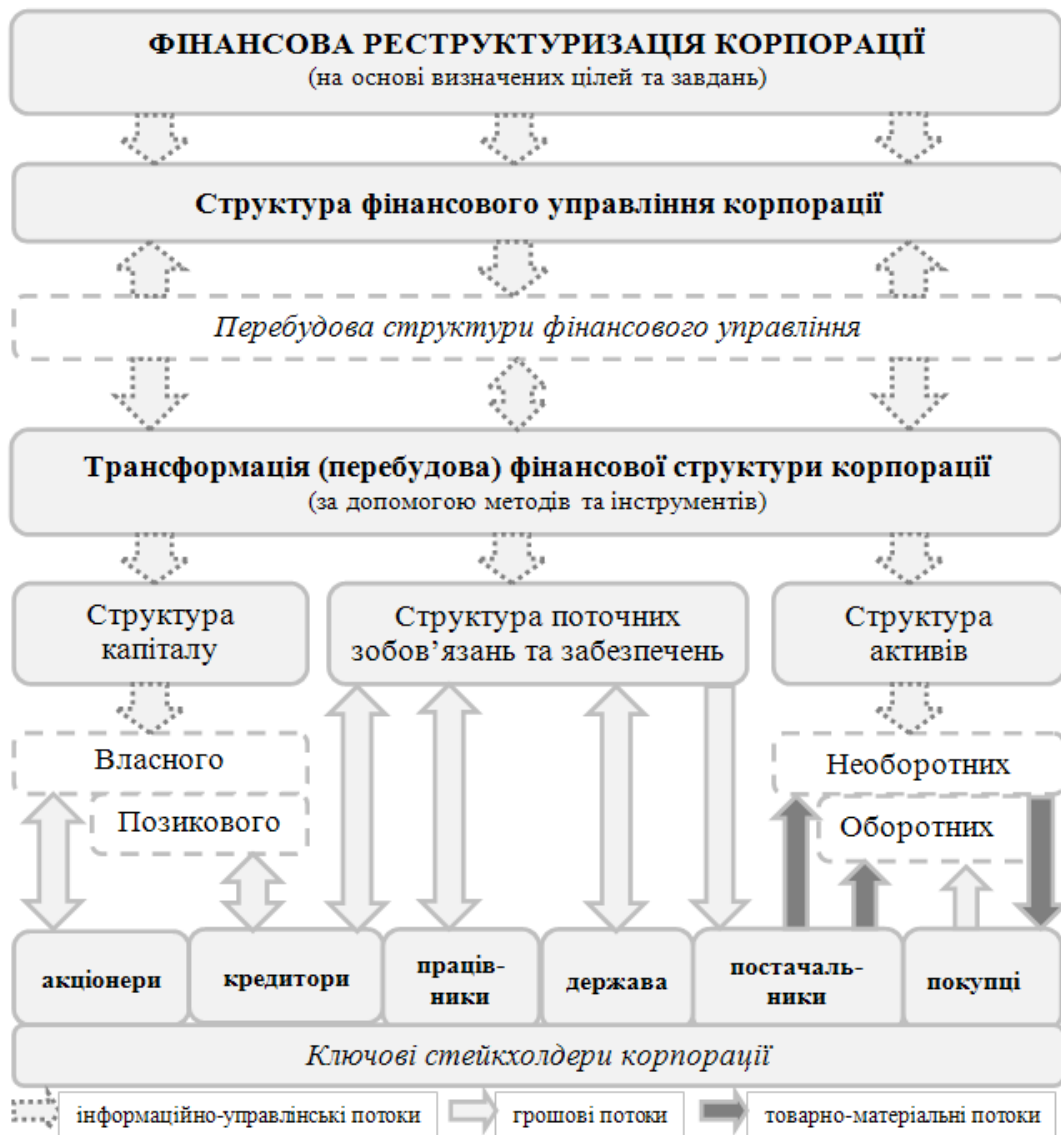
де  $MVE_0$ ,  $MVE_1$  – ринкова вартість акцій на початок і кінець періоду;  $CF_{in}$  – грошові виплати акціонерам протягом періоду (дивіденди, знижки від номіналу, викуп акцій та ін.);  $CF_{out}$  – додаткові інвестиції у збільшення акціонерного капіталу;  $C_{cd}$  – сума конверсії боргових зобов'язань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

Виявлено специфіку використання реструктуризації як інструмента управління корпорацією. З цієї точки зору реструктуризація є цілеспрямованим процесом трансформації об'єкта управління (складу його елементів, їх функцій та зв'язків між ними) у просторі і у часі при збереженні базових властивостей для досягнення оптимальних характеристик. Запропоновано в якості об'єкта фінансової реструктуризації використовувати фінансову структуру корпорації, стосовно якої виділено фінансовий та управлінський підходи.

Згідно фінансового підходу фінансову структуру запропоновано визначати як сукупність усіх джерел фінансування корпорації, яка формується в результаті прийняття фінансових рішень на основі взаємодії з основними групами стейкхолдерів в процесі реалізації її зовнішніх та внутрішніх фінансових відносин. З позиції управлінського підходу фінансову структуру запропоновано визначати як чітку ієрархічну систему центрів фінансової відповідальності, що детермінує порядок формування фінансових результатів та розподіл відповідальності за досягнення бажаного фінансового результату діяльності корпорації, надаючи кожному з них управлінські повноваження і необхідне для їх реалізації ресурсне забезпечення.

Визначено взаємозв'язок між категоріями «структура капіталу» та «фінансова структура», згідно якого вони співвідносяться як частина та ціле. Структура капіталу являє собою частину фінансової структури, яка репрезентована довгостроковими джерелами фінансування, в той же час фінансова структура також включає і короткострокові джерела фінансування. Побудовано інституційно-фінансову схему процесу фінансової реструктуризації корпорацій (рис.1), яка базується на поєднанні властивостей реструктуризації як інструмента управління, фінансового і управлінського підходів до фінансової структури і виділенні ключових груп стейкхолдерів, що беруть участь у процесі фінансової реструктуризації корпорацій.

Запропоновано авторське визначення фінансової реструктуризації корпорацій, згідно якого вона є процесом перебудови фінансової структури корпорації, який спрямований на максимізацію добробуту акціонерів та збалансування інтересів інших стейкхолдерів у довгостроковому періоді. На основі термінів та масштабів застосовуваних заходів обґрунтовано необхідність виокремлення оперативної, тактичної та стратегічної фінансової реструктуризації.



**Рис.1. Інституційно-фінансова схема процесу фінансової реструктуризації\***

\*Джерело: побудовано автором

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

Аргументовано доцільність застосування в якості аналітичного критерію, побудованого на основі даних фінансової звітності, який відображає дохідність на вкладений акціонерами капітал, рентабельності власного капіталу (ROE). Запропоновано здійснювати декомпозицію рентабельності власного капіталу (ROE) з використанням модифікованої шестифакторної моделі DuPont. При цьому, ключовими факторами даної моделі є показники операційної ефективності (рентабельність реалізації продукції і оборотність активів) та

показники, що є характеристиками фінансової структури корпорації (коефіцієнт фінансової залежності, коефіцієнт операційних поточних зобов'язань, коефіцієнт фінансових витрат, коефіцієнт податкової свободи).

Встановлено, що найбільшу практичну значущість на ринках, що розвиваються, має модель економічної доданої вартості, оскільки інші моделі або вимагають наявності даних з ринку цінних паперів, або ж ключові припущення, які лежать в їх основі, не виконуються. В той же час, модель економічної доданої вартості базується на даних фінансової звітності корпорацій. Адаптовано методику визначення економічної доданої вартості (EVA) в частині розрахунку окремих складових (інвестованого капіталу, чистого операційного прибутку, середньозваженої ставки витрат на капітал).

**У другому розділі «Оцінка фінансової структури та ефективності енергопостачальних корпорацій України як передумова їх фінансової реструктуризації»** проведено аналіз фінансової структури енергопостачальних корпорацій України за 2006–2015 рр, здійснено оцінку витрат на капітал, виявлено фактори, які на них впливають, проаналізовано показники ефективності діяльності енергопостачальних корпорацій України та доведено їх взаємозв'язок із фінансовою структурою.

Встановлено, що предметом діяльності ЕКУ є закупівля на ОРЕ (оптовому ринку електроенергії) електроенергії, її розподілення і постачання споживачам. Уточнено місце ЕКУ на ринку електроенергії, визначено їх в якості посередників між виробниками та споживачами електроенергії. Виявлено недоліки функціонального підходу до побудови організаційної структури ЕКУ, основні з них полягають у відсутності відповідальності структурних підрозділів за формування фінансового результату корпорації та показників якості виконуваних функцій.

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

Вважаємо, що це є значною структурною диспропорцією в складі джерел фінансування особливо з урахуванням того, що додатковий капітал ЕКУ сформувався не за рахунок додаткових внесків акціонерів, а в процесі переоцінки необоротних активів і є по суті лише номінальним джерелом фінансування ЕКУ. Виявлено, що середня питома вага статутного капіталу упродовж 2006–2015 рр становить 4,67% усіх джерел фінансування, при цьому відмічається тенденція до її зменшення з 7,74% у 2006 р до 2,73% у 2015 р. Причиною цьому є незмінна величина статутного капіталу більшості ЕКУ протягом досліджуваного періоду (винятком є лише ПАТ «ЕК «Одесаобленерго», яке здійснило у 2012 р приватне розміщення акцій, що збільшило статутний капітал корпорації).

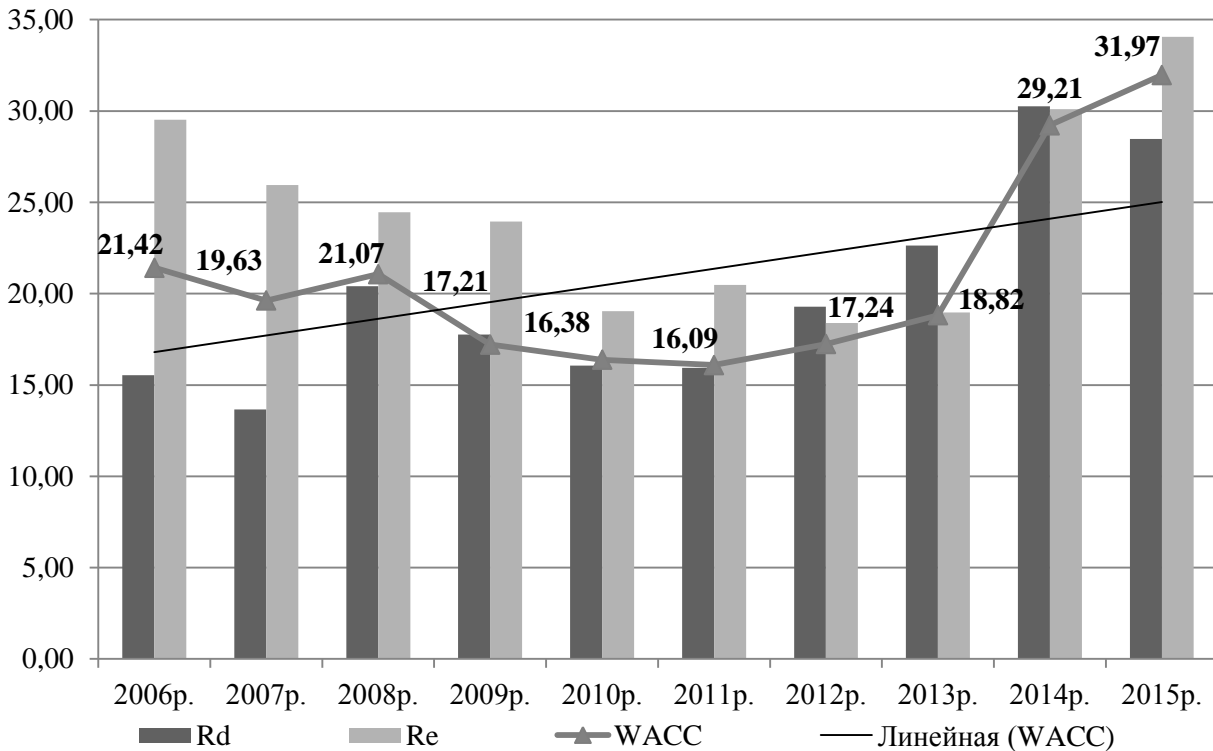
Встановлено, що статутний капітал є лише інструментом розподілу власності, а не джерелом фінансування ЕКУ. Власниками найбільших пакетів акцій енергопостачальних корпорацій України станом на 31.12.2015 р виступають держава (6 ЕКУ), енергетичні холдинги «ДТЕК» (4 ЕКУ) та «V.S. Energy international» (6 ЕКУ), компанії резиденти (3 ЕКУ), компанії нерезиденти (7 ЕКУ). Виявлено, що питома вага нерозподіленого прибутку (непокритого збитку) набуває від'ємного значення (-1,40%), внаслідок значної збитковості окремих ЕКУ. Цей факт є свідченням того, що прибуток не у всіх корпорацій є джерелом реального фінансування господарської діяльності. Крім того, отримуваний за результатами господарської діяльності прибуток більшістю ЕКУ виплачується у вигляді дивідендів, а не реінвестується.

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

Виявлено, що середня питома вага довгострокового позикового капіталу складає 20,78% сукупних джерел фінансування ЕКУ: він представлений як нормальними джерелами фінансування (довгострокові банківські кредити та емітовані облігації), так і гібридними (відстрочені податкові зобов'язання, довгострокова заборгованість перед ДП «Енергоринок» за електроенергію). Встановлено, що за 2006–2015 рр середня питома вага короткострокових фінансових зобов'язань становить 5,50%, середня питома вага операційних поточних зобов'язань – 26,23% сукупних джерел фінансування ЕКУ.

Доведено, що ставки витрат на капітал є інтегральними показниками, які відображають якість фінансової структури корпорацій. Запропоновано в якості моделі оцінки ставки витрат на власний капітал ЕКУ використовувати модифіковану модель CAPM, компоненти якої розраховувати на основі поєднання даних, отриманих на розвинутому фондовому ринку, з показниками корпорацій. З проведеного дослідження видно, що на ставку витрат на власний капітал впливають зовнішні чинники, які притаманні економіці країни в цілому, а з іншого – фактори, пов'язані з діяльністю корпорації.

Запропоновано ставку витрат на позиковий капітал визначати як суму безризикової ставки та спреду дефолту корпорації, який може бути визначений на основі коефіцієнта відсоткового покриття. Виявлено, що середньозважена ставка витрат на капітал залежить від ставок витрат на власний і позиковий капітал і від питомої ваги кожної зі складових капіталу (рис.2). З дослідження випливає, що між показниками, які відображають ефективність енергопостачальних корпорацій України та фінансовою структурою наявний зв'язок, що підтверджується побудованими у роботі факторними та регресійними моделями.



**Рис.2. Динаміка середнього значення  $R_d$ ,  $R_e$ ,  $WACC$  енергопостачальних корпорацій України у 2006–2015рр (%)**

*\*Джерело: розраховано автором на основі даних фінансової звітності ЕКУ*

В результаті регресійного аналізу по 26 ЕКУ за 2006–2015 рр було отримано наступну регресійну модель зміни рентабельності власного капіталу ( $\Delta ROE$ ):

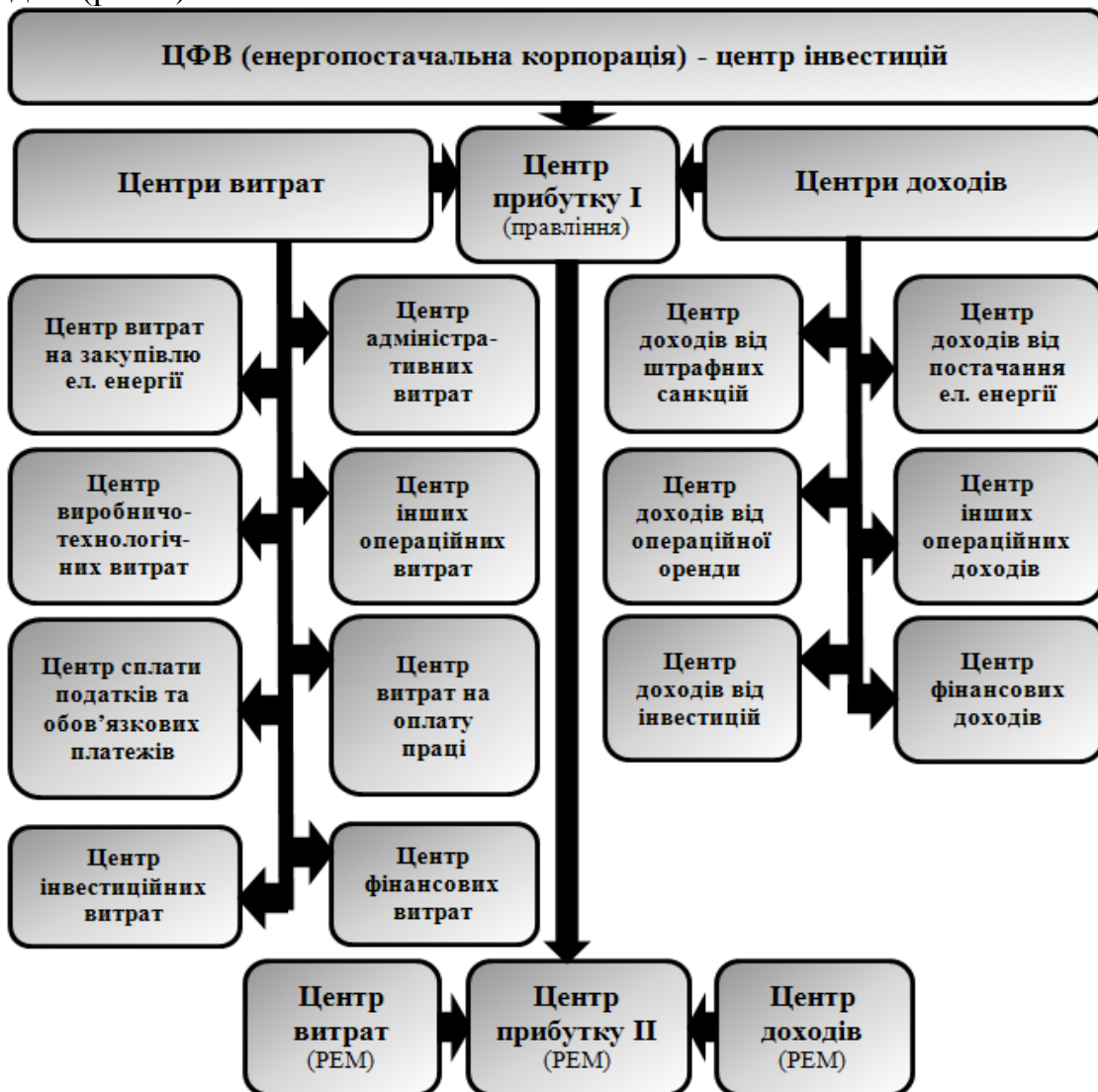
$$\Delta ROE = -0,0129 - 0,0147\Delta ROS + 0,1010\Delta TA - 0,0641\Delta K_{FC} - 0,0007\Delta K_t - 0,0254\Delta K_{CL} + 0,0310\Delta K_{FL}, \quad (2)$$

де  $\Delta ROE$  – зміна рентабельності власного капіталу;  $\Delta ROS$  – зміна рентабельності реалізації продукції;  $\Delta TA$  – зміна оборотності активів;  $\Delta K_{FC}$  – зміна коефіцієнта фінансових витрат;  $\Delta K_t$  – зміна коефіцієнта податкової свободи;  $\Delta K_{CL}$  – зміна коефіцієнта поточних операційних зобов'язань;  $\Delta K_{FL}$  – зміна коефіцієнта фінансового левериджу. Побудована динамічна модель (2) дозволяє проектувати варіанти зміни рентабельності власного капіталу з урахуванням зміни факторів, які на неї впливають.

Вона може використовуватись енергопостачальними корпораціями України у процесі фінансової реструктуризації з метою забезпечення необхідного приросту рентабельності власного капіталу з урахуванням різних варіантів фінансової структури, яка виражається в першу чергу через коефіцієнти поточних операційних зобов'язань, фінансового левериджу, коефіцієнт фінансових витрат та коефіцієнт податкової свободи.

Для оцінки процесу створення (поглинання) вартості енергопостачальними корпораціями використано модель економічної доданої вартості (EVA). Виявлено, що упродовж 2006–2015 рр енергопостачальні корпорації поглинають, а не створюють вартість, винятком є лише окремі періоди для компаній, які використовують тільки власні джерела фінансування.

У третьому розділі «Напрями підвищення ефективності енергопостачальних корпорацій України за допомогою фінансової реструктуризації» висвітлено можливості підвищення ефективності діяльності енергопостачальних корпорацій України на основі проведення фінансової реструктуризації. Запропоновано алгоритм формування фінансової структури ЕКУ, поетапна реалізація якого дасть можливість сформувати структуру фінансового управління на основі центрів фінансової відповідальності. Запропоновано теоретичну модель фінансової структури ЕКУ за управлінським підходом (рис.3).

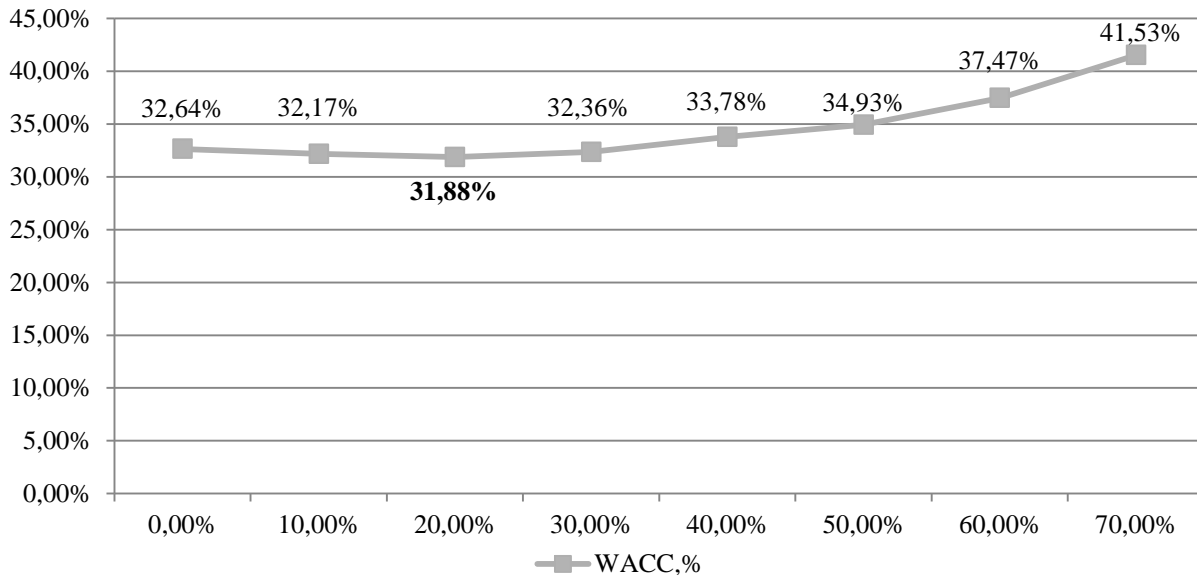


**Рис.3. Теоретична модель фінансової структури енергопостачальних корпорацій України (за управлінським підходом)\***

*\*Джерело: розроблено автором*

Обґрунтовано можливість використання економічної доданої вартості (EVA) в якості показника, який відображає зміну вартості корпорації протягом певного періоду, розроблено схему взаємозв'язків ключових факторів, які на неї впливають. Запропоновано під цільовою структурою капіталу розуміти таке співвідношення всіх форм власного і позикового капіталу, за якого досягається максимізація добробуту акціонерів. Доведено, що згідно методу витрат на

капітал, цілеспрямована зміна співвідношення власного і позикового капіталу приводить до зміни середньозваженої ставки витрат на капітал. Обґрунтовано, що цільовою буде така структура капіталу, при якій середньозважена ставка витрат на капітал буде мінімальною. Визначено, що мінімальна середньозважена ставка витрат на капітал для ЕКУ у 2015 році становить 31,88%, при цьому цільовою буде питома вага позикового капіталу в діапазоні від 20 до 30% (рис.4).



**Рис.4. Взаємозв'язок між структурою капіталу і середньозваженою ставкою витрат на капітал (WACC) ЕКУ у 2015 році\***

*\*Джерело: Побудовано автором*

Доведено необхідність застосування методу волатильності операційного прибутку для визначення раціональної питомої ваги позикового капіталу. Запропоновано алгоритм дій для розрахунку критичної величини виплат по боргових зобов'язаннях з урахуванням заданої ймовірності дефолту та волатильності операційного прибутку. Розраховано граничний обсяг позикового капіталу при 25% ймовірності дефолту для кожної з ЕКУ.

Серед пріоритетних напрямків проведення фінансової реструктуризації ЕКУ виділено: реструктуризацію дебіторської і кредиторської заборгованості, яка виникла в ході операційної діяльності ЕКУ; реструктуризацію зобов'язань перед бюджетом і державними цільовими фондами; реструктуризацію банківських кредитів; реструктуризацію боргових зобов'язань по облігаціях, векселях та інших фінансових зобов'язаннях (крім кредитів); реструктуризацію власного та інвестованого капіталу. Запропоновано проводити сек'юритизацію заборгованості за електроенергію на основі емісії боргових цінних паперів.

У процесі реструктуризації довгострокових фінансових зобов'язань пріоритетним визначено метод конверсії боргу у власність. Під час здійснення реструктуризації власного капіталу запропоновано: проводити виплату дивідендів акціями з метою капіталізації отриманого чистого прибутку; здійснити деномінацію акцій за рахунок спрямування на ці цілі додаткового

капіталу та нерозподіленого прибутку, отриманого у минулих періодах (при цьому додатковий капітал спрямувати в першу чергу на покриття балансових збитків за їх наявності); провести публічне або приватне розміщення акцій з метою залучення нового акціонерного капіталу на фінансовому ринку; використовувати можливості розміщення депозитарних розписок з метою залучення іноземних інвесторів.

З дослідження видно, що запровадження методу RAB–регулювання дасть серйозний поштовх до вкладення інвестицій у господарську діяльність ЕКУ та створить передумови для реструктуризації інвестованого капіталу. Рекомендовано в якості ставки дохідності на новий інвестований капітал використовувати мінімально можливу серед усіх доступних середньозважену ставку витрат на капітал, при цьому запропоновано зняти обмеження щодо виплати дивідендів та не нараховувати дохід на раніше вкладений капітал, що стимулюватиме ЕКУ для здійснення нових інвестицій і підвищення ефективності власної діяльності.

### **ВИСНОВКИ**

У дисертації узагальнено та обґрунтовано нове вирішення важливого науково-практичного завдання щодо теоретико-методичного обґрунтування впливу фінансової реструктуризації на ефективність діяльності енергопостачальних корпорацій України та розроблено на цій основі практичні рекомендації щодо її підвищення. Проведене дослідження дало змогу зробити такі висновки.

1. У ході дослідження з'ясовано, що ефективність діяльності корпорацій необхідно оцінювати крізь призму інтересів ключових груп стейкхолдерів, які вступають у економічні відносини з корпорацією; при цьому пріоритетними є інтереси власників (акціонерів). Запропоновано вартісно-орієнтований показник динаміки добробуту акціонерів за визначений період.

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

2. Виявлено специфіку використання реструктуризації як інструмента управління корпорацією. Запропоновано в якості об'єкта фінансової реструктуризації використовувати фінансову структуру корпорації, виділено фінансовий та управлінський підходи до її розуміння. Запропоновано авторське визначення фінансової реструктуризації корпорацій, згідно якого вона є процесом перебудови фінансової структури корпорацій, який здійснюється з метою максимізації добробуту акціонерів та збалансування інтересів інших стейкхолдерів у довгостроковому періоді. На основі термінів та масштабів застосовуваних заходів рекомендовано виділяти оперативну, тактичну, стратегічну фінансову реструктуризацію.



3. З'ясовано, що предметом діяльності ЕКУ є закупівля на ОРЕ електроенергії, її розподіл і постачання споживачам. Виявлено недоліки функціонального підходу до побудови організаційної структури ЕКУ, основні з них полягають у відсутності відповідальності структурних підрозділів за формування фінансового результату корпорації та показників якості виконуваних функцій. Визначено наступні структурні диспропорції у складі джерел фінансування ЕКУ за 2006–2015 рр: середня питома вага додаткового капіталу становить 43,67%, статутного капіталу – 4,67%, нерозподіленого прибутку (непокритого збитку) набуває від'ємного значення (-1,40%).

Встановлено, що статутний капітал є лише інструментом розподілу власності, а не джерелом фінансування ЕКУ. Виявлено, що середня питома вага довгострокового позикового капіталу складає 20,78% сукупних джерел фінансування ЕКУ за 2006–2015 рр, він представлений як нормальними джерелами фінансування (довгострокові банківські кредити та емітовані облігації) так і гібридними (відстрочені податкові зобов'язання, довгострокова заборгованість перед ДП «Енергоринок» за куповану електроенергію).

4. Доведено, що ставки витрат на капітал є інтегральними показниками, які відображають якість фінансової структури. Запропоновано в якості моделі оцінки ставки витрат на власний капітал ЕКУ використовувати модифіковану модель САРМ, компоненти якої розраховувати на основі поєднання показників, отриманих на розвинутому фондовому ринку, з фундаментальними показниками корпорацій. Запропоновано ставку витрат на позиковий капітал визначати як суму безризикової ставки та спреда дефолту корпорації, який може бути визначений на основі коефіцієнта відсоткового покриття. Виявлено, що середньозважена ставка витрат на капітал залежить від ставок витрат на власний і позиковий капітал та від питомої ваги кожної зі складових капіталу.

5. Досліджено, що на рентабельність власного капіталу ЕКУ впливають: рентабельність реалізації електроенергії, оборотність активів, коефіцієнт фінансових витрат, коефіцієнт податкової свободи, коефіцієнт операційних поточних зобов'язань, коефіцієнт фінансового левериджу. На основі факторного аналізу досліджено вплив кожного із зазначених факторів на рентабельність власного капіталу ЕКУ.

Для виявлення взаємозв'язку між рентабельністю власного капіталу та визначеними факторами по кожній енергопостачальній корпорації побудовані регресійні моделі, коефіцієнти регресії яких показують, що частина факторів позитивно впливають на рентабельність власного капіталу, інші ж здійснюють негативний вплив. На основі кореляційно-регресійного аналізу побудовано динамічну модель рентабельності власного капіталу ЕКУ, яка дозволяє визначити, як зміниться рентабельність власного капіталу з урахуванням зміни факторів моделі.

6. Розроблено алгоритм побудови структури фінансового управління ЕКУ, який передбачає проведення фінансової реструктуризації за управлінським підходом, запропоновано теоретичну модель фінансової структури ЕКУ. Доведено можливість використання економічної доданої вартості в якості показника, який відображає зміну вартості за період,

розроблено схему взаємозв'язків ключових факторів, які впливають на неї. Для оцінки процесу створення (поглинання) вартості енергопостачальних корпорацій використано модель економічної доданої вартості. Показано, що протягом 2011–2015 рр ЕКУ поглинають, а не створюють вартість.

7. Запропоновано під цільовою структурою капіталу розуміти таке співвідношення всіх форм власного і позикового капіталу, за якого досягається максимізація добробуту акціонерів. Обґрунтовано, що раціональною буде така структура капіталу, при якій середньозважена ставка витрат на капітал буде мінімальною. Визначено, що мінімальна середньозважена ставка витрат на капітал для ЕКУ у 2015 р становить 31,88%, при цьому раціональною буде питома вага позикового капіталу від 20 до 30%. Доведено можливість застосування методу волатильності операційного прибутку для визначення цільової питомої ваги позикового капіталу.

8. Серед пріоритетних напрямків проведення фінансової реструктуризації ЕКУ виділено: реструктуризацію дебіторської і кредиторської заборгованості, яка виникла в ході операційної діяльності ЕКУ; реструктуризацію зобов'язань перед бюджетом; реструктуризацію банківських кредитів; реструктуризацію боргових зобов'язань по облігаціях, векселях та іншим фінансових зобов'язаннях (крім кредитів); реструктуризацію власного та інвестованого капіталу. Запропоновано проводити сек'юритизацію заборгованості за електроенергію на основі емісії боргових цінних паперів. У процесі реструктуризації довгострокових фінансових зобов'язань пріоритетним визначено метод конверсії боргу у власність.

Під час здійснення реструктуризації власного капіталу запропоновано: проводити виплату дивідендів акціями з метою капіталізації отриманого чистого прибутку; здійснити деномінацію акцій за рахунок спрямування на ці цілі додаткового капіталу та нерозподіленого прибутку (при цьому додатковий капітал спрямувати в першу чергу на покриття балансових збитків за їх наявності); провести публічне або приватне розміщення акцій з метою залучення нового акціонерного капіталу; використовувати можливості розміщення депозитарних розписок з метою залучення іноземних інвесторів.

9. Встановлено, що запровадження методу RAB–регулювання дасть серйозний поштовх до вкладення інвестицій у господарську діяльність ЕКУ та створить передумови для реструктуризації інвестованого капіталу. Запропоновано в якості ставки дохідності на новий інвестований капітал використовувати мінімально можливу серед усіх доступних середньозважену ставку витрат на капітал; при цьому запропоновано зняти обмеження щодо виплати дивідендів та не нараховувати дохід на раніше вкладений капітал, що стимулюватиме ЕКУ для здійснення нових інвестицій і підвищення ефективності власної діяльності.

Комплексна реалізація зазначених в дисертаційній роботі пропозицій щодо проведення фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України дасть змогу привести до підвищення ефективності їх діяльності та зростання добробуту акціонерів у довгостроковому періоді на основі збалансування інтересів акціонерів і споживачів електроенергії.

## СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

### *Публікації в колективних монографіях:*

1. Семенюк В.О. Публічне розміщення акцій як перспективний механізм фінансового забезпечення вітчизняних корпорацій / П.О. Нікіфоров, В.О. Семенюк // Фінансове забезпечення економічного зростання в Україні: стан, тенденції та перспективи: колективна монографія/ за ред. П.О. Нікіфорова. – Чернівці, 2015. – С.197-239. – 2,1 д.а. *Особистий внесок полягає в теоретико-методичному обґрунтуванні проведення публічного розміщення акцій вітчизняними корпораціями* (автору належить 1,05 д.а.)
2. Стратегія розвитку Чернівецької області на період до 2020 р. / [Ткач Є.В., Ткач С.В., Вардеванян В.А., Семенюк В.О., Слєпінюк О.Я., Ковалюк Б.І., Фєсюк А.В., Жебчук Р.Л., Козменко В.М., Малярчук О.В., Ткачук І.Я.]; ГО «Товариство науковців та інтелектуальної молоді» за сприяння Департаменту економічного розвитку Чернівецької ОДА. – Чернівці: Місто, 2015. – 128 с. – 7,44 д.а. *Особистий внесок полягає у формуванні пропозицій щодо підвищення ефективності функціонування регіональної енергопостачальної корпорації* (автору належить 0,67 д.а.)

### *Публікації у наукових фахових виданнях:*

3. Семенюк В.О. Інституційно-управлінський підхід до побудови фінансової структури корпорацій / В.О. Семенюк// Інвестиції: практика та досвід. – №21. – 2015. – С.97–102 (0,72 д.а)
4. Семенюк В.О. Ринкова капіталізація акціонерного товариства в системі індикаторів ефективності господарської діяльності / В.О. Семенюк // Науковий вісник Чернівецького національного університету ім. Ю.Федьковича. Економіка – Чернівці: Рута, 2012. – Випуск 610–611. – С.68–76 (0,76 д.а)
5. Семенюк В.О. Фінансова архітектура як механізм забезпечення ефективності фінансової діяльності корпорацій / В.О. Семенюк // Економіка та держава. – №9. – 2015. – С.125–128 (0,61 д.а)
6. Семенюк В.О. Імплементация модифікованої моделі кумулятивної побудови (Modified build-up method, MBM) у процес оцінювання ставки витрат на власний капітал вітчизняних корпорацій /П.О. Нікіфоров, В.О. Семенюк// Фінанси України. – №9. –2016. – С.79–97. –1,32 д.а. *Особистий внесок полягає в розробці теоретико-методичних положень застосування моделі кумулятивної побудови для оцінки ставки витрат на власний капітал енергопостачальних корпорацій* (автору належить 0,66 д.а.)
7. Семенюк В.О. Фінансове оздоровлення підприємств в сучасних економічних реаліях України / В.О. Семенюк // Науковий вісник Чернівецького національного університету ім. Ю.Федьковича. Економіка – Чернівці: Рута, 2013. – Випуск 650–652 – С.178–184 (0,66 д.а)
8. Семенюк В.О. Декомпозиція критеріїв ефективності функціонування корпорацій за допомогою методики Du Pont /В.О. Семенюк // Інвестиції: практика та досвід. – №18. –2014. –С.104–109 (0,71 д.а)
9. Семенюк В.О. Фінансова реструктуризація як спосіб подолання деформацій фінансових відносин корпорацій / П.О. Нікіфоров, В.О. Семенюк // Науковий вісник Чернівецького національного університету ім. Ю.Федьковича. Економіка

– Чернівці: Рута, 2014. – Випуск 681 – С.69–78. – 1,08 д.а. *Особистий внесок полягає у розробці теоретико-методичних положень фінансової реструктуризації корпорацій* (автору належить 0,54 д.а.)

***Публікації в іноземних періодичних виданнях***

10. Semenyuk V.O. Pragmatics of using a modified CAPM model for estimating cost of equity on emerging markets / V.O. Semenyuk // *Baltic Journal of Economic Studies*, Volume 2 Number 2. Riga: Izdevnieciba «Baltija Publishing», 2016, 206p., P.135–142 (0,9 д.а.)

***Матеріали доповідей на науково-практичних конференціях***

11. Semenyuk V.O. Approaches to estimation value of equity corporation with using EVO model Economics, management, law: realities and perspectives: Collection of scientific articles. – Les Editions L’Originale, Paris, France, 2016. –484p., P.298–302 (0,33 д.а)

12. Семенюк В.О. Максимізація добробуту акціонерів – основна мета управління фінансовою результативністю корпорації International scientific conference «From the Baltic to the Black sea region: the national models of economic systems»: conference Proceedings, march 25, 2016. Riga: Baltija Publishing. 348 p., P.137–141 (0,26 д.а)

13. Семенюк В.О. Максимізація добробуту акціонерів як ключовий критерій ефективності корпорацій в процесі бенчмаркінгу Матеріали III Всеукраїнської науково-практичної конференції студентів, аспірантів та молодих вчених «Ефективність підприємницької діяльності: маркетинговий аспект» (28 березня 2016 року). – Київ, 2016. – 176 с., С.134–138 (0,26 д.а)

14. Семенюк В.О. Теоретичні концепції впливу структури власності на ефективність функціонування корпорацій Матеріали IV міжнародної науково-практичної конференції аспірантів та молодих вчених «Трансформація сучасних соціально-економічних систем в умовах європейської інтеграції та глобалізаційних викликів» (21-23 травня 2015 року) Ч.2 – Чернівці: ЧНУ, 2015р. – 208с., С.148–150 (0,26 д.а)

15. Семенюк В.О. Теоретичні підходи для визначення сприятливого періоду проведення IPO на ринках капіталу Матеріали XX міжнародної науково-практичної конференції «Перспективи розвитку економіки України: теорія, методологія, практика» (25-26 травня 2015 року) – Луцьк: Вежа-Друк, 2015р. – 208с., С.166–167 (0,12 д.а)

16. Семенюк В.О. Теоретико-емпіричні дослідження неокласичних теорій структури капіталу Матеріали міжнародної науково-практичної конференції «Сучасні концепції управління соціально-економічним розвитком держави» (5-6 червня 2015 року) Ч.2 – Дніпропетровськ: НО «Перспектива», 2015р. – 132с., С.30–34 (0,23 д.а)

17. Семенюк В.О. Інституційний підхід до оцінки економічної ефективності корпорацій Матеріали III міжнародної науково-практичної конференції аспірантів та молодих вчених «Детермінанти сучасного розвитку соціально-економічних систем в умовах глобальної нестабільності» (24-26 квітня 2014 року) Ч.2 – Чернівці: ЧНУ, 2014р. – 187с., С.95–97 (0,2 д.а)

18. Семенюк В.О. Особливості побудови системи оцінки ефективності капіталу корпорації Матеріали XI міжнародної науково-практичної конференції «Облік, контроль і аналіз в управлінні підприємницькою діяльністю» (10-11 квітня 2014 року). – Черкаси: ЧДТУ, 2014р. – 191с., С.31–33 (0,12 д.а)
19. Семенюк В.О. Фінансовий потенціал підприємства як критерій оцінки доцільності проведення його фінансового оздоровлення Матеріали II міжнародної науково-практичної конференції аспірантів та молодих вчених «Ринкова природа інституційних трансформацій сучасних економічних систем» (18-20 квітня 2013 року) Ч.1 – Чернівці: ЧНУ, 2013р. – 252с., С.203–205 (0,2 д.а)
20. Семенюк В.О. Фінансова безпека суб'єктів господарювання в умовах фінансово-економічної нестабільності Матеріали науково-практичної конференції «Фінансова безпека України: проблеми та пріоритети забезпечення» (16-18 травня 2013 року) / ПВНЗ «Галицька академія». – Івано-Франківськ, 2013р. – С.179–184 (0,25 д.а)
21. Семенюк В.О. Корпоративне управління в системі формування вартості корпорації (Value Based Management) Матеріали I міжнародної науково-практичної конференції аспірантів та молодих вчених «Суперечності та тенденції сучасної економічної динаміки» (19-21 квітня 2012 року) – Чернівці: ЧНУ, 2012р. – 430с., С.168–170 (0,2 д.а)
22. Семенюк В.О. Сучасна ретроспектива ідей Й.А. Шумпетера стосовно дефініції «капітал» Матеріали X науково-практичної конференції молодих вчених та студентів «Реорганізація інституційної архітектури в посткризовий період розвитку економіки» (14-16 квітня 2011 року) – Чернівці: ЧНУ, 2011р. – 312с., С.125–127 (0,14 д.а)

## АНОТАЦІЯ

**Семенюк В.О. Фінансова реструктуризація енергопостачальних корпорацій України як спосіб підвищення їх ефективності. – Рукопис.**

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. – Львівський національний університет імені Івана Франка, Міністерство освіти і науки України. – Львів, 2017.

У дисертаційній роботі поглиблено теоретико-методичні засади фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України та розроблено науково-практичні рекомендації щодо підвищення їх ефективності. Простежено еволюцію підходів до оцінки ефективності діяльності корпорацій. Запропоновано вартісно-орієнтований показник зміни добробуту акціонерів за період. Узагальнено діючі теоретико-методичні погляди щодо сутності фінансової реструктуризації корпорацій.

Рекомендовано використовувати для оцінки впливу фінансової реструктуризації на ефективність корпорацій модифіковану шестифакторну модель Du Pont. Досліджено тенденції розвитку фінансової структури, в складі якої виявлено значні структурні диспропорції, можливості використання управлінського підходу до фінансової реструктуризації. Визначено підходи по оптимізації структури капіталу корпорацій за критерієм мінімізації витрат на

капітал на основі моделювання різних варіантів структури капіталу. Обґрунтовано можливості застосування інноваційних методів фінансової реструктуризації енергопостачальних корпорацій України з метою підвищення ефективності їх діяльності.

**Ключові слова:** енергопостачальні корпорації України, фінансова реструктуризація, ставка витрат на капітал, добробут акціонерів, економічна додана вартість, емісія цінних паперів, сек'юритизація боргу, конверсія боргу, деномінація акцій.

### АННОТАЦИЯ

**Семенюк В.А. Финансовая реструктуризация энергоснабжающих корпораций Украины как способ увеличения их эффективности. – Рукопись.**

Диссертация на получения научной степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.08 – деньги, финансы и кредит. – Львовский национальный университет имени Ивана Франко, Министерство образования и науки Украины. – Львов, 2017.

В диссертационной работе углублено теоретико-методические основы финансовой реструктуризации энергоснабжающих корпораций Украины и разработаны научно-практические рекомендации по повышению их эффективности. Прослежена эволюция подходов к оценке эффективности деятельности корпораций. Предложен ценностно-ориентированный показатель изменения благосостояния акционеров за период.

Обобщено действующие теоретико-методические подходы к сущности финансовой реструктуризации корпораций. Рекомендуются использовать для оценки влияния финансовой реструктуризации на эффективность деятельности корпораций модифицированную шестифакторную модель Du Pont. Исследованы тенденции развития финансовой структуры, в составе которой выявлены существенные структурные диспропорции. Выявлены возможности использования управленческого подхода к финансовой реструктуризации.

Определены подходы по оптимизации структуры капитала корпораций за критерием минимизации затрат на капитал на основании моделирования разных вариантов структуры капитала. Обоснована целесообразность применения инновационных методов финансовой реструктуризации энергоснабжающих корпораций Украины с целью повышения эффективности их деятельности.

**Ключевые слова:** энергоснабжающие корпорации Украины, финансовая реструктуризация, ставка затрат на капитал, благосостояние акционеров, экономическая добавленная стоимость, эмиссия ценных бумаг, секьюритизация долга, конверсия долга, деноминация акций.

### SUMMARY

**Semenyuk V.O. The financial restructuring of power supply corporations of Ukraine as the way to increase their efficiency. – Manuscript.**

Thesis for the scientific degree of the Candidate of Economic Sciences, Specialty code and name 08.00.08 – Money, finance and credit. – Ivan Franko National University of Lviv, Lviv, 2017.

In the dissertation theoretical and methodological foundations of the financial restructuring of power supply corporations of Ukraine are deepened, also scientific and practical recommendations to improve their efficiency are developed. The evolution of approaches of evaluating the effectiveness of corporation's activity is tracked. The value-oriented indicator of the change in shareholders' welfare for the period is proposed.

Current theoretical and methodological approaches to the essence of the financial restructuring of corporations are generalized, financial and managerial approaches are highlighted. The interconnection between the restructuring of the financial structure and the effectiveness of corporation's activity is found. It is suggested to use the modified six-factor Du Pont model to assess the impact of financial restructuring on the corporation's effectiveness.

Trends of the financial structure development are investigated, significant structural imbalances in it are detected. The rate costs on equity is calculated by using the modified CAPM model (Capital Assets Pricing Model), the rate costs of borrowed capital is calculated by using the CDS model (Corporate Default Spread Model). Described modified CAPM model takes into account the effect of a greater number of factors that determine the cost of capital on emerging markets and ensures a correct estimate of the equity value in absences of reliable information from emerging markets.

The indicators of the effectiveness of power supply corporation's activity are analyzed. The possibilities of using the management approach to financial restructuring on the basis of the algorithm of actions for building the structure of financial management are revealed. The optimization opportunities of the corporation's capital structure by the criterion of capital cost's minimization are determined, based on the modeling of different variants of capital structure.

Expediency and possibilities of using innovative methods of the financial restructuring of power supply corporations of Ukraine are proved in order to improve their performance. Debt conversion method, public and private public offering of additional shares, denomination of shares, placement of depositary receipts and securitization of debt for electricity are referred to the most promising methods of financial restructuring power supply corporations of Ukraine.

**Keywords:** power supply corporations of Ukraine, financial restructuring, rate costs on equity, shareholders welfare, economic value added, issue of securities, debt securitization, debt conversion, denomination of shares.