

МІНІСТЕРСТВА ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІНФРАСТРУКТУРИ ТА ТЕХНОЛОГІЙ

Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису

Портний Олексій Володимирович

УДК 330.143:656.07(043.3)

ДИСЕРТАЦІЯ

**ЦІНІСНО-ОРІЄНТОВАНЕ УПРАВЛІННЯ
ЕКОНОМІЧНИМ РОЗВИТКОМ ТРАНСПОРТНОЇ КОМПАНІЇ**

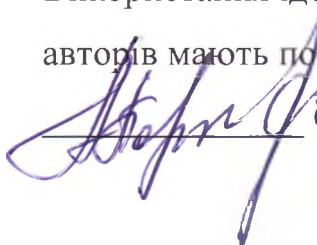
Спеціальність 051 – економіка

Галузь знань 05 – соціальні та поведінкові науки

Подається на здобуття наукового ступеня доктора філософії

Дисертація містить результати власних досліджень.

Використання ідей, результатів і текстів інших
авторів мають посилання на відповідне джерело

 О. В. Портний

Науковий керівник
Яновська Вікторія Петрівна,
доктор економічних наук, професор

Київ – 2021

АНОТАЦІЯ

Портний О. В. Ціннісно-орієнтоване управління економічним розвитком транспортної компанії. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття ступеня доктора філософії за спеціальністю 051 Економіка. – Державний університет інфраструктури та технологій Міністерства освіти і науки України, Київ, 2021.

Дисертація присвячена питанням розробки теоретико-методичних засад і надання науково-практичних рекомендацій щодо ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком транспортної компанії.

Встановлено, що загальні засади управління цінностями було закладено у концепції ціннісно-орієнтованого управління, становлення якої відбулося в 1980–1990-х рр., піковий інтерес спостерігався у 2003–2006 рр., а розвиток ще триває. Обґрунтовано необхідність розмежовувати терміни вартості (як економічно обґрунтованої суми витрат на придбання або створення компанії) і цінності (як здатності компанії приносити вигоди (економіко-прагматичні, соціально-економічні, емоційно-розвиваючі та етико-соціальні) стейкхолдерам).

Досліджені, розвинуті та вдосконалені теоретичні основи становлення і взаємозв'язку понять «ціннісно-орієнтоване управління» та «ціннісно-орієнтоване мислення». Встановлено, що сучасне ціннісно-орієнтоване управління є бізнес-філософією, яка орієнтує процеси менеджменту та економічного розвитку на створення і максимізацію цінності компанії для багатьох стейкхолдерів, а також передбачає перехід до ціннісно-орієнтованого мислення з фокусуванням на генерації, прийнятті та реалізації альтернатив, які через досягнення фінансових та нефінансових цілей забезпечують масштабування грошових потоків.

Виявлено, що сучасний економічний розвиток супроводжується кількісними (динаміка економічного зростання) і якісними (структурними та соціальними) змінами, при цьому джерело потенційної сталості економічного розвитку знаходиться у площині випереджаючого структурного оновлення та сприяння соціальному прогресу.

Узагальнено основні моделі економічного розвитку (лінійних стадій розвитку, структурних трансформацій, зростання нерозвинених країн, зовнішньої залежності, вільного ринку, ендogenous зростання, сталого розвитку, цифрових трансформацій) та розвинуто класифікацію теорій фірми. Сучасні теорії фірми представлено як сукупність моделей та підходів, об'єднаних в групи фундаментальних (технологічних та індустріальних) та прикладних теорій. Ціннісно-орієнтоване управління віднесено до прикладних теорій, які загалом представлено як середовище апробації загальнотеоретичних положень та інструментарію фундаментальних теорій економічного розвитку компанії. Підкреслено, що специфічний зміст ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком компанії полягає в тому, що така бізнес-філософія концентрує методологію на питанні зростанні цінності бізнесу для стейкхолдерів.

Встановлено, що економічний розвиток сучасних транспортних компаній відбувається в умовах формування двошвидкісного світу, урбанізації, сталості, перевантаженості та дефіциту інфраструктури, поширення електронної комерції, пришвидшення процесів оцифрування та цифрової трансформації, запровадження пандемічних обмежень. Мегатренди у довгостроковому горизонті визначатимуть економічний розвиток транспортних систем, але по-різному впливатимуть на окремі транспортно-логістичні сегменти.

Розвинуто методичні підходи ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком транспортної компанії. Зокрема виокремлено дві групи моделей (фінансові моделі управління вартістю та інтегральні моделі управління цінністю компанії), встановлено спадкоємність та тісний зв'язок між існуючими моделями, визначено, що інтегральні моделі управління ґрунтуються на фундаментальних положеннях та інструментарії фінансових моделей та ураховують глобальні тенденції та провідні теоретичні концепції сучасності.

На прикладі діяльності ТОП-10 компаній-світових лідерів транспортно-логістичного сектору економіки за показниками ринкової вартості та ТОП-10 найбільших національних транспортних компаній за сумою сплати податкових платежів досліджено питання створення цінності у галузі транспорту. Для подальших досліджень ефективності управління процесами формування цінності

транспортних компаній запропоновано використовувати такі показники як доходність, показник EBITDA, маржа за EBITDA, коефіцієнт поточної ліквідності, оборотність робочого капіталу, фінансова стійкість, економічна додана вартість із застосуванням прийомів порівняння та адаптованої матриці оцінки рівня ризиків.

Встановлено, що у транспортно-логістичному секторі головними ринковими сегментами створення вартості є сегменти вантажних перевезень і логістики, аерокосмічна та оборонна галузь, сегменти надання послуг таксі та оренди транспортних засобів, високошвидкісного пасажирського магістрального транспорту та авіаційних перевезень пасажирів.

Доведено, що в Україні рентабельність інвестованого капіталу не належить до показових критеріїв, оскільки існує практика заниження вкладеного капіталу, зокрема наслідок недостатнього рівня розвитку фондового ринку. Зростання доходу в компаніях складського господарства та допоміжної діяльності є вищим ніж в сегменті наземного і трубопровідного транспорту в середньому у два рази. Середня валова маржа в компаніях складського господарства та допоміжної діяльності є у вісім разів більшою ніж в компаніях наземного та трубопровідного транспорту; оборотність активів є більшою у чотири рази, що говорить про більшу капіталомісткість транспортного сегменту.

Виявлено, що ключовими умовами збільшення вартості та створення цінності компаній транспортно-логістичного сектору економіки стають: фокусування на зростанні рентабельності інвестицій та рентабельності інвестованого капіталу; прийняття потужних стратегічних рішень та реалізація масштабних інвестиційних проєктів; розробка і реалізація стратегій з максимальним урахуванням мегатрендів економічного розвитку. Виділено головні імперативи збільшення вартості та створення цінності транспортних компаній: гнучкість у розподілі ресурсів, збалансоване фінансування активів, цифрова трансформація, використання можливостей злиття, поглинання та співпраці, VUCA-управління.

Обґрунтовано необхідність інтеграції екологічних, соціальних і корпоративних критеріїв в механізм ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком транспортних компаній. Виходячи із бізнес-філософії ESG-інтегрованого ціннісно-орієнтованого управління удосконалено організаційно-економічний механізм

транспортних компаній. На відміну від наявних, механізм утворено із взаємопов'язаних блоків, що описують систему забезпечення; теоретико-методичні засади; специфічні функції; напрями реалізації ціннісно-орієнтованого управління. Удосконалений механізм є сукупністю послідовно реалізуємих специфічних функцій ESG-інтегрованого ціннісно-орієнтованого управління, спрямованих на максимізацію цінності та сталий розвиток компанії в умовах циклічної динаміки національної економіки та з урахуванням особливостей галузевого ринку.

На основі даних кількісного аналізу доводиться, що підвищення фінансової стійкості є ефективним інструментом збільшення цінності компанії. Концептуальний взаємозв'язок даних факторів полягає в тому, що при збільшенні вартості власного капіталу збільшується його частка в сукупних активах компанії і, тим самим, підвищується її фінансова стійкість. Показник цінності є інтегральною величиною, який може використовувати замість великої кількості абсолютних і відносних коефіцієнтів фінансової стійкості при оцінці фінансової стійкості компанії як відображення її фінансової результативності.

Удосконалено методичні засади вибору напрямів економічного розвитку транспортної компанії. Розроблений інструментарій ціннісно-орієнтованого управління передбачає побудову оптимістичного, передбачуваного, адаптивного сценаріїв, що базуються на врахуванні загальноекономічних і специфічних факторів, які визначають особливості економічної діяльності та взаємозв'язок фінансової та нефінансової результативності в системі ціннісно-орієнтованого управління транспортними компаніями. Розрахунки свідчать, що в умовах складного і невизначеного зовнішнього економічного середовища необхідно здійснювати активну адаптацію до змін в ньому для підтримки фінансової стійкості і збереження ринкової вартості. Впровадження стратегії адаптації у транспортних компаніях є одним з ключових факторів забезпечення довгострокового сталого розвитку і виживання в сучасних ринкових умовах.

Ключові слова: ціннісно-орієнтоване управління, розвиток, економічний розвиток, економічне зростання, транспортна компанія, транспортно-логістичний сектор, інвестиційна привабливість, сценарії.

ABSTRACT

Portnyi O.V. Value-based management of economic development of a transport company. – Qualification scientific work as manuscript.

The thesis for the degree of the Doctor of Philosophy, Specialty 051 Economics. – State University of Infrastructure and Technology of the Ministry of Education and Science of Ukraine, Kyiv, 2021.

The thesis is devoted to the development of theoretical and methodological provisions and providing scientific and practical recommendations for value-based management of economic development of a transport company.

It is established that the general provisions of value management were laid down in the concept of value-based management, the foundation of which took place in the 1980s and 1990s with highest interest observed in 2003-2006 and its enrichment is still ongoing. The need to distinguish between the terms of cost (as an economically justified amount for acquisition or establishment of a company) and value (as the company's ability to bring benefits (economically pragmatic, socio-economical, emotional and developing, ethical and social) to stakeholders is justified.

The theoretical basis of the formation and relationship of the concepts of "value-based management" and "value-based thinking" are investigated, developed and improved. It is defined that modern value-based management is a business philosophy that streamline management and economic development to the creation and maximization of a company value for all stakeholders, and involves the transition to value-oriented thinking with a focus on generating, adopting and implementing alternatives that, through the achievement of financial and non-financial goals, ensure the scaling of cash flows.

It is revealed that modern economic development is accompanied by quantitative (dynamics of economic growth) and qualitative (structural and social) changes, while the source of potential sustainability of economic development is in area of advanced structural renewal and promotion of social progress.

The main models of economic development (linear stages of development, structural transformations, growth of underdeveloped countries, external dependence, free market, endogenous growth, sustainable development, digital transformations) are generalized and the classification of firm theories is extended. Modern firm theories are presented as a set of models and approaches, grouped into fundamental (technological and industrial) and applied theories. Value-based management is attributed to applied theories, which are generally presented as an environment for testing general theoretical positions and tools of fundamental theories of economic development of a company. It is emphasized that the specific content of value-oriented management of economic development of a company is that such a business philosophy focuses on the methodology of increasing the value of business for stakeholders.

It is defined that the economic development of modern transport companies is influenced by formation of a two-speed world, urbanization, sustainability, overload and lack of infrastructure, the spread of e-commerce, accelerating digitization and digital transformation, pandemic restrictions. Megatrends in the long run will determine the economic development of transport systems, but they will have different impacts for specific transport and logistics segments.

Methodical approaches of value-based management of economic development of a transport company are extended. In particular, two groups of models (financial value management models and integrated value management models of a company) are identified, continuity and interrelation between existing models are established. It is defined that integrated management models are based on fundamental provisions and tools of financial models and consider global trends and leading modern theoretical concepts.

On the example of the TOP-10 companies-world leaders in the transport and logistics sector of the economy in terms of market value and the TOP-10 largest national transport companies in the amount of tax payments, the issue of creating value in the field of transport was studied. For further research on the effectiveness of value management of transport companies, it is proposed to use such indicators as

profitability, EBITDA, EBITDA margin, current liquidity ratio, working capital turnover, financial stability, economic value added using comparison techniques and adapted risk assessment matrix.

It is established that in the transport and logistics sector the main market segments of value creation are the segments of freight and logistics, aerospace and defense, segments of taxi and vehicle rental services, high-speed passenger trunk transport and air passenger transport.

It is proved that in Ukraine the return on invested capital does not belong to the indicative criteria, as there is a practice of underestimation of invested capital, in particular due to the insufficient level of stock market development. Income growth in warehousing and supporting activities is twice as high as in the land and pipeline transport segments. The average gross margin in warehousing and supporting segment companies is eight times higher than in land and pipeline transport companies; asset turnover is four times higher that shows a higher capital intensity of the transport segment.

It is revealed that the key conditions for creating and increasing a value of companies in the transport and logistics sector of the economy are focusing on increasing the return on investment and return on invested capital; making powerful strategic decisions and implementing large-scale investment projects; development and implementation of strategies with maximum consideration of megatrends of economic development. The main imperatives for creating and increasing value of transport companies are specified as: flexibility in resource allocation, balanced asset financing, digital transformation, use of mergers, acquisitions and cooperation, VUCA management.

The necessity of integration of ecological, social and corporate indicators into the mechanism of value-based management for economic development of transport companies is substantiated. Based on the business philosophy of ESG-integrated value-based management, the organizational and economic mechanism of transport companies is improved. On opposite to the existing ones, the mechanism is formed of interconnected blocks that describe the security system; theoretical and methodological

provisions; specific functions; directions of value-based management realization. The improved mechanism is a set of consistently implemented specific functions of ESG-integrated value-based management, aimed at maximizing value and sustainable development of a company in the cyclical dynamics of the national economy and considering specificities of the industry market.

Based on quantitative analysis, it is proved that increasing financial stability is an effective tool to increase the value of the company. The conceptual relationship of these factors is that as the value of equity increases, its share in the company's total assets increases and, thus, its financial stability increases. The value is an integral indicator that can be used instead of many absolute and relative financial coefficients in assessing the financial stability of the company and its financial performance.

The methodical provisions for optimal selection of direction of economic development of a transport company are improved. The developed toolkit of value-based management involves the construction of optimistic, predictable, adaptive scenarios based on general economic and specific factors that determine the specificities of economic activity and the relationship of financial and non-financial performance in the system of value-based management of transport companies. Calculations show that in a complex and uncertain external economic environment, it is necessary to actively adapt to external changes to maintain financial stability and preserve market value. The implementation of adaptive strategy in transport companies is one of the key factors to ensure long-term sustainable development and prosperity in current market conditions.

Key words: value-based management, development, economic development, economic growth, transport company, transport and logistics sector, investment attractiveness, scenarios.

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА

Статті у періодичних наукових виданнях інших держав, які входять до Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР)

1. **Portnyi O. V.**, Chernii V. O. The essence of the modern economic strategy and its place in the development of the enterprise. *The Scientific Heritage*. 2021. № 71 (71). Vol. 5. P. 13–16. (Угорщина) (заг. обсяг 0,56 д.а., особисто автору належить 0,24 д.а.: обґрунтовано доцільність виділення та дотримання концепції сталого розвитку при розробленні програмних стратегічних документів, аргументовано необхідність розширення концепції ціннісно-орієнтованого управління через зміну підходу до розуміння сутності цінності не лише як додаткового блага для акціонерів, а й для суспільства в цілому, визначено однією з ключових причин такої необхідності управління бізнес-ризиками).

2. Yanovska V. P., **Portnyi O. V.** Megatrends and key drivers of creating value in the transport and logistics sector of the economy. *Sciences of Europe*. 2021. № 76 (76). P. 9–15 (Чеська Республіка) (заг. обсяг 0,82 д.а., особисто автору належить 0,61 д.а.: узагальнено найважливіші тенденції розвитку та систематизовано ключові фактори створення цінності сучасних транспортних компаній)

Статті у наукових виданнях, включених до переліку наукових фахових видань України з присвоєнням категорії «Б»

3. Яновська В. П., **Портний О. В.**, Накалюжна А. О. Ключові фактори розвитку компаній в інноваційній економіці. *Вісник Хмельницького національного університету*. 2020. № 6. С. 20–26 (заг. обсяг 0,72 д.а., особисто автору належить 0,51 д.а.: встановлено види економічної діяльності, що мають великий потенціал розвитку, сформульовано гіпотезу щодо можливості використання потенціалу вартості для забезпечення економічного розвитку компаній. побудовано циклічний ланцюг факторів економічного розвитку від вартості компанії до макроекономічних показників)

4. Яновська В. П., **Портний О. В.** Еволюція моделей ціннісно-орієнтованого управління: від доданої вартості до ESG. *Вісник Київського*

інституту бізнесу та технологій. Київ: Видавництво КІБІТ 2020. №.46 (4) С. 4–12 (заг. обсяг 1,12 д.а., особисто автору належить 0,84 д.а.: узагальнено концептуальні засади та головні методичні положення теорії, розкрито зміст ціннісно-орієнтованого управління та ціннісно-орієнтованого мислення, вибудовано логіку розвитку моделей ціннісно-орієнтованого управління)

5. **Портний О. В.** Сутність, методи та моделі ESG-інтегрованого аналізу транспортних компаній. *Вісник економіки транспорту та промисловості*. Харків: Український державний університет залізничного транспорту. 2021. №74 С. 25–30 (заг. обсяг 0,82 д.а.)

6. **Портний О. В.** Механізм ESG-інтегрованого управління ціннісно-орієнтованим економічним розвитком транспортної компанії. *Український журнал прикладної економіки*. Тернопіль: Тернопільський національний економічний університет. 2021. Том 6. – № 1. – С. 353–361 (заг. обсяг 0,78 д.а.)

Публікації за доповідями та матеріалами міжнародних та всеукраїнських науково-практичних конференцій

1. Творонович В. І., Черній В. О., **Портний О. В.** Сучасні тренди digital-маркетингу. *Моніторинг та аналіз в системі ефективного менеджменту на залізничному транспорті: реалії і перспективи*: Матеріали VII Міжнародної науково-практичної конференції, 25–27 вересня 2019 року, Ужгород. Вид-во Київ: АТ «Укрзалізниця», 2019. С. 10–11. (заг. обсяг 0,13 д.а., особисто автору належить 0,05 д.а.: проведено аналіз основних трендів цифровізації маркетингової діяльності в контексті економічного розвитку сучасних компаній)

2. Яновська В. П., Творонович В. І., **Портний О. В.** Визначення та концептуалізація цифрової економіки. *NEW ECONOMICS – 2019*: Матеріали Міжнародного наукового форуму, 14–15 листопада 2019 року, Том 1, Київ: НАН України, Інститут економіки промисловості, 2019. С. 155–158 (заг. обсяг 0,21 д.а., особисто автору належить 0,15 д.а.: встановлено, що цифровізація існуючих бізнес-процесів та інноваційна трансформація існуючих бізнес-моделей є складовою конкурентної стратегії транспортної компанії, дієвим фактором стимулювання економічного зростання та підвищення продуктивності капіталу)

3. Яновська В. П., **Портний О. В.** Статистичний аналіз еволюційного розвитку концепції ціннісно-орієнтованого управління. *Європейський вектор модернізації економіки: креативність, прозорість та сталий розвиток*: Матеріали XIII Міжнародної науково-практичної конференція, 21–22 квітня 2021 року, Харків: ХНУБА, 2021. С. 316–317 (заг. обсяг 0,10 д.а., особисто автору належить 0,09 д.а.: встановлено характер та виявлено інтенсивність теоретичного і прикладного внеску науковців і практиків у концептуальний і методологічний розвиток теорії ціннісно-орієнтованого управління)

4. **Портний О. В.** Методичні засади ESG-концепції управління економічним розвитком компанії. *Прогнозування соціально-економічного розвитку: планування, управління та аналіз*: матеріали Науково-практичної конференції 31 липня 2021 року, Дніпро: Наукова економічна організація «Перспектива», С. 52–56. (заг. обсяг 0,18 д.а.)

5. **Портний О. В.** Ситуаційний контекст розвитку сучасних транспортних компаній. *Теорія і практика сучасної науки*: матеріали VI Міжнародної науково-практичної конференції, 19-20 серпня 2021 року. Київ: МЦНІД. С. 9–11 (заг. обсяг 0,20 д.а.)

6. **Portnyi O. V.** Key elements of mechanism of the ESG-integrated management. *Scientific researches and methods of their carrying out: world experience and domestic realities*: матеріали II Міжнародної науково-практичної конференції, 27 серпня 2021 року, Вінниця, Україна та Відень, Австрія: Грааль науки. С. 76–78 (заг. обсяг 0,23 д.а.)

7. **Портний О. В.** Специфічні умови створення цінності компанії транспортно-логістичного сектору економіки. *Зовнішні та внутрішні фактори впливу на економічні процеси у світовій і національній економіці*: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції, 28 серпня 2021 р., Львів: Львівська економічна фундація. С. 39–43 (заг. обсяг 0,21 д.а.)

ЗМІСТ

ВСТУП	14
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ЦІННІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ ЕКОНОМІЧНИМ РОЗВИТКОМ ТРАНСПОРТНОЇ КОМПАНІЇ.....	21
1.1. Зміст та проблеми становлення концепції ціннісно-орієнтованого управління.....	21
1.2. Економічний розвиток в системі ціннісно-орієнтованого управління компанією	43
1.3. Сучасні тенденції економічного розвитку транспортних компаній	61
Висновки до розділу 1	85
РОЗДІЛ 2. ДІАГНОСТИКА ЦІННІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ ТРАНСПОРТНОЇ КОМПАНІЇ.....	88
2.1. Огляд існуючих моделей ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком	88
2.2. Аналітична оцінка економічного розвитку транспортних компаній України.....	109
2.3. Виявлення впливу економічного розвитку на цінність транспортної компанії.....	129
Висновки до розділу 2	151
РОЗДІЛ 3. МЕХАНІЗМ ЦІННІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ ЕКОНОМІЧНИМ РОЗВИТКОМ ТРАНСПОРТНОЇ КОМПАНІЇ.....	154
3.1. Концептуальні засади ESG-інтегрованого аналізу транспортних компаній.....	154
3.2. Організаційно-економічний механізм ціннісно-орієнтованого управління.....	175
3.3. Застосування ESG-інтегрованої моделі в ціннісно-орієнтованому управлінні економічним розвитком транспортної компанії	190
Висновки до розділу 3	215
ВИСНОВКИ.....	218
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	221
ДОДАТКИ.....	242

ВСТУП

Актуальність теми. Сучасне нестійке, невизначене, складне соціально-економічне середовище спричиняє зміщення орієнтирів в організації операційної діяльності та формуванні стратегій розвитку транспортних компаній. Транспортно-логістичний сектор має швидко пристосовуватись до перетворень, своєчасно реагувати на нові умови ринку та запити споживачів, продовжуючи створювати цінність для зацікавлених сторін. Враховуючи, що формування та розподіл транспортних потоків, рух транспортних засобів і масштаб транспортних операцій є відображенням загальносуспільної соціальної та економічної діяльності, яка наразі в наслідок пандемії коронавірусної інфекції COVID-19, масштабного та інтенсивного поширення цифрових технологій та через дію інших об'єктивних факторів впливу, зазнає потужних трансформаційних змін, проблематика створення цінності суттєво ускладнюється та актуалізується.

Дослідженню теоретичних і практичних аспектів ціннісно-орієнтованого управління присвятили свої праці такі науковці, як: А. Амілс, Г. Арнольд, Д. Бенс, М. Бойко, І. Боярко, М. Дженсен, Т. Завалій, Д. Кассоне, Т. Кларк, Т. Коллер, Т. Копленд, С. Купер, В. Лаврененко, Р. Люег, Дж. Мактаггарт, Дж. Олсон, А. Раппапорт, О. Савіна, М. Сагайдак, Т. Сальмі, Г. Стюарт, І. Токмакова, Л. Хаусманн. Різні аспекти проблематики економічного розвитку компаній, зокрема транспортних, висвітлювалися у наукових працях Ю. Єльнікова, Т. Кулаковська, Д. Леус, О. Ложачевська, О. Лотиш, Р. Нурксе, О. Пластун, Ж-П. Родріге, А. Сотніков, І. Хвостіна, Х. Челават, Х. Ченері, І. Шкура, І. Штулер. Особливості функціонування та соціально-економічні проблеми розвитку підприємств транспортно-логістичного сектору досліджували такі вітчизняні науковці, як Н. Богомолова, С. Боняр, Г. Гуріна, В. Дикань, Г. Ейтутіс, В. Ільчук, О. Карпенко, В. Коба, М. Ковбатюк, Н. Колесникова, В. Концева, О. Кравченко, О. Криворучко, Ю. Кулаєв, Г. Кучерук, О. Ложачевська, М. Міщенко, О. Паливода, Т. Семенчук, Є. Сич, І. Токмакова, М. Цветов, В. Шинкаренко, С. Шуляренко, В. Яновська та багато інших. Однак, незважаючи на значні наукові здобутки та велику кількість теоретичних та практичних напрацювань, на сьогодні все ще залишаються

невирішеними питання теоретико-методичного та науково-практичного характеру, пов'язані з побудовою та функціонуванням системи ціннісно-орієнтованого управління з урахуванням специфіки сучасного економічного розвитку транспортних компаній, що зумовлює актуальність дослідження.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертація має безпосередній зв'язок із Законом України «Про транспорт» № 232/94-ВР від 10.11.1994 р.; Розпорядженням Кабінету міністрів України № 430-р від 30.05.2018 р. «Про схвалення Національної транспортної стратегії України на період до 2030 року»; Указом Президента України № 722/2019 від 30.09.2019 р. «Про Цілі сталого розвитку України на період до 2030 року»; Розпорядженням Кабінету міністрів України № 66-р від 24.01.2020 р. «Про схвалення Концепції реалізації державної політики у сфері сприяння розвитку соціально відповідального бізнесу в Україні на період до 2030 року».

Результати, отримані в дисертації, використані при проведенні науково-дослідних робіт Державного університету інфраструктури та технологій на тему: «Проблеми інноваційного розвитку ринку транспортних послуг» (2012–2018 рр., номер держреєстрації 0112U005792), у якій розроблено методичні положення та проведено динаміко-структурний аналіз розвитку ринку транспортних послуг; «Економічний розвиток транспортної інфраструктури України» (2019–2023 рр., номер держреєстрації № 0119U101875), у якій досліджено зміст і взаємозв'язок основних категорій концепції ціннісно-орієнтованого управління, введено поняття «ціннісно-орієнтоване управління» і «ціннісно-орієнтоване мислення», систематизовано моделі економічного розвитку та теорії фірми, виявлено сучасні тенденції економічного розвитку транспортних компаній, розроблено модель інтегрованого ESG-ціннісно-орієнтованого управління, побудовано сценарії економічного розвитку компанії транспортно-логістичного сектору.

Мета і задачі дослідження. *Метою* роботи є розробка теоретико-методичних засад і надання науково-практичних рекомендацій щодо ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком транспортної компанії.

Відповідно до зазначеної мети поставлено та вирішено такі *задачі*:

- розкрити сутність концепції та економічний зміст понять ціннісно-орієнтованого управління;
- узагальнити методичні основи та визначити історичні аспекти формування теорії економічного розвитку;
- дослідити загальнотеоретичні основи та виявити особливості економічного розвитку транспортних компаній;
- систематизувати наявні моделі ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком;
- за результатами аналітичної оцінки виявити особливості економічного розвитку транспортних компаній в системі ціннісно-орієнтованого управління;
- удосконалити організаційно-економічний механізм ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком транспортної компанії;
- розробити інструментарій ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком транспортної компанії.

Об'єкт дослідження – процес управління економічним розвитком транспортної компанії.

Предмет дослідження – теоретичні, методичні та прикладні засади ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком компанії транспортно-логістичного сектору економіки.

Методи дослідження. Для досягнення поставленої мети і вирішення зазначених задач було використано такі методи: аналізу і синтезу – для дослідження історичних аспектів формування теорій ціннісно-орієнтованого управління та економічного розвитку, групування – для критичного аналізу понятійно-категоріального апарату ціннісно-орієнтованого управління, моделей, підходів, інструментарію ціннісно-орієнтованого управління; статистичного економічного та фінансового аналізу – для виявлення сучасних тенденцій економічного розвитку та змін у вартості та цінності транспортних компаній; економіко-математичного моделювання – для визначення впливу факторів на результати діяльності транспортних компаній; системного аналізу – для розробки механізму ESG-інтегрованого управління ціннісно-орієнтованим

економічним розвитком транспортної компанії; сценарного моделювання – для оцінки напрямів економічного розвитку транспортних компаній; структурно-динамічний, графічний – для наочного представлення статистичної інформації та результатів дослідження.

Інформаційну основу дослідження становлять законодавчі та нормативні акти України щодо діяльності підприємств транспорту, публікації провідних вітчизняних і зарубіжних авторів, наукові дослідження з питань ціннісно-орієнтоване управління економічним розвитком підприємств загалом і транспортних компаній зокрема, статистичні дані та дані фінансової звітності транспортних компаній.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в обґрунтуванні теоретичних і методичних положень щодо ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком транспортної компанії.

Найбільш вагомими науковими результатами дисертаційної роботи є:

удосконалено:

– наукові засади дослідження особливостей економічного розвитку транспортної компанії через: виявлення взаємозв'язку та формування циклічного ланцюга факторів економічного розвитку і узагальнення та деталізацію мегатрендів розвитку транспортно-логістичного сектору економіки, урахування яких закладає теоретичні засади стратегічного прогнозування та визначення пріоритетів корпоративної політики на різних горизонтах планування;

– методичні засади визначення напрямів економічного розвитку транспортної компанії в системі ціннісно-орієнтованого управління через: виявлення проблем економічного розвитку (порівняно низькі рівні загальної акціонерної рентабельності та рентабельності інвестованого капіталу, значний внутрішньогалузевий розрив ефективності) та визначення ключових умов збільшення вартості та створення цінності (фокусування на зростанні рентабельності інвестицій та рентабельності інвестованого капіталу, реалізація масштабних інвестиційних проєктів, реалізація стратегій з максимальним урахуванням мегатрендів), що дозволило сформулювати для компаній транспортно-логістичного сектору сукупність важливих імперативів ціннісно-орієнтованого

функціонування та економічного розвитку (гнучкість у розподілі ресурсів, збалансоване фінансування активів, цифрова трансформація, використання можливостей злиття, поглинання та співпраці, урахування нестійких, невизначених, складних і двозначних умов середовища);

– організаційно-економічний механізм ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком транспортної компанії, який представлений як сукупність послідовно реалізуємих керуючою підсистемою стосовно керованої підсистеми специфічних функцій ESG-інтегрованого ціннісно-орієнтованого управління, спрямованих на забезпечення максимізації цінності та сталого розвитку компанії, в умовах циклічної динаміки національної економіки та з урахуванням особливостей галузевого ринку та включає взаємопов'язані внутрішні (систему забезпечення, теоретико-методичні засади, специфічні функції, напрями реалізації ціннісно-орієнтованого управління) і зовнішні (стейкхолдери, державне регулювання, інституційне, конкурентне середовище) укрупнені блоки, впровадження удосконаленого механізму сприятиме зростанню цінності транспортної компанії;

набули подальшого розвитку:

– понятійно-категорійний апарат ціннісно-орієнтованого управління, шляхом розробки авторського підходу до трактування понять «ціннісно-орієнтоване управління» (як бізнес-філософії та концептуального підходу до управління, зорієнтованого на створення і максимізацію цінності компанії для стейкхолдерів, зокрема вартості для власників, що інтегрує процеси генерації, вимірювання і управління цінністю з позицій усіх заінтересованих сторін та ґрунтується на ціннісно-орієнтованому мисленні) та «ціннісно-орієнтоване мислення» (як типу мислення, здатному фокусуватись на максимізації цінності та привести до концентрації управлінських рішень на ключових її факторах), що на відміну від наявних підходів розкриває зміст теоретичних та інструментальних засад і позначає спосіб досягнення цілей з позицій управління;

– науково-методичні аспекти теорії економічного розвитку (узагальнено основні моделі економічного розвитку, розвинуто класифікацію теорій фірми з виділенням фундаментальних (технологічних та інституціональних) та

прикладних теорій (зокрема теорії ціннісно-орієнтованого управління)), урахування наданих положень забезпечить наукову обґрунтованість прийняття стратегічних рішень та дозволить підвищити ефективність процесу управління економічним розвитком компанії;

– теоретичні засади ціннісно-орієнтованого управління, через: періодизацію розвитку (обґрунтування логіки формування і розкриття історичного та змістовного взаємозв'язку між моделями) та класифікацію моделей ціннісно-орієнтованого управління із виокремленням двох груп (фінансових моделей управління вартістю та інтегральних моделей управління цінністю компанії), що створює необхідні та достатні умови для удосконалення організаційно-економічного механізму ціннісно-орієнтованого управління транспортними компаніями;

– набув подальшого розвитку інструментарій ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком транспортної компанії шляхом побудови сценаріїв оптимістичного, передбачуваного, адаптивного, що враховують загальноекономічні та специфічні фактори, які визначають особливості економічної діяльності, та взаємозв'язок фінансової та нефінансової результативності в системі ціннісно-орієнтованого управління транспортними компаніями. Розробка та аналіз цієї системи сценаріїв дозволить своєчасно виявляти зміну рівня фінансової стійкості, ідентифікувати ризики зниження вартості та цінності транспортної компанії і, як наслідок, своєчасно розробляти та реалізовувати заходи щодо їхнього нівелювання.

Практичне значення одержаних результатів полягає в у формуванні висновків та рекомендацій, які використовуються в практичній діяльності суб'єктів господарювання, зокрема: АТ «Укрзалізниця» (довідка від 18.09.2021 р.), КП «Київський метрополітен» (довідка № 450-НДР від 13.09.2021 р.), ПАТ «АТП-13058» (довідка № 149 від 26.08.2021 р.), ТОВ «Влад транс» (довідка № 587 від 25.08.2021 р.). Результати дисертації також використовуються у навчальному процесі Державного університету інфраструктури та технологій при підготовці фахівців з економіки та менеджменту (акт впровадження № 01/11-908 від 23.09.2021 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійним завершеним науковим дослідженням. Наукові розробки, висновки та пропозиції, що містяться в роботі, належать особисто автору. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, у дисертації використано лише ті положення, які є результатом особистої роботи здобувача та полягають у дослідженні комплексу питань, пов'язаних з ціннісно-орієнтованим управлінням економічним розвитком, зокрема транспортних компаній.

Апробація результатів дисертації. Основні положення дисертаційної роботи доповідалися й одержали позитивну оцінку на міжнародних науково-практичних конференціях: «Моніторинг та аналіз в системі ефективного менеджменту на залізничному транспорті: реалії і перспективи» (м. Ужгород, 2019 р.); «NEW ECONOMICS – 2019» (м. Київ, 2019 р.); «Європейський вектор модернізації економіки: креативність, прозорість та сталий розвиток» (м. Харків, 2021 р.); «Прогнозування соціально-економічного розвитку: планування, управління та аналіз» (м. Дніпро, 2021 р.); «Scientific researches and methods of their carrying out: world experience and domestic realities» (м. Вінниця–Відень (Австрія), 2021 р.); «Теорія і практика сучасної науки» (м. Київ 2021 р.); «Зовнішні та внутрішні фактори впливу на економічні процеси у світовій і національній економіці» (м. Львів, 2021 р.).

Публікації. Основні наукові положення, висновки і результати дослідження опубліковано в 13 наукових працях загальним обсягом 6,08 друк. арк., з яких особисто автору належать 4,91 друк. арк., у т. ч. 6 статей в наукових фахових виданнях з економіки, в т. ч. 4 у виданнях України, які включені до міжнародних науково-метричних баз, 2 статей в іноземних виданнях з наряду, з якого підготовлено дисертацію, 7 публікацій у збірниках матеріалів конференцій.

Структура та обсяг дисертації. Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків, п'яти додатків, списку використаних джерел із 253 найменування. Роботу представлено на 278 сторінках машинописного тексту, в т. ч. 23 таблиці, 45 рисунків (обсяг таблиць та рисунків, які повністю займають площу сторінки – 13 сторінок), додатки на 36 сторінках і список використаних джерел на 21 сторінці. Обсяг основного тексту дисертації складає 220 сторінок.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ЦІННІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ ЕКОНОМІЧНИМ РОЗВИТКОМ ТРАНСПОРТНОЇ КОМПАНІЇ

1.1. Зміст та проблеми становлення концепції ціннісно-орієнтованого управління

В умовах постійного пошуку економічного компромісу компанії стикаються з необхідністю оптимізації розподілу обмежених ресурсів. Сучасне економічне і соціальне середовище, що характеризується масштабними змінами і еволюціями, ставить перед власниками і менеджментом нові завдання. Складність розв'язання різноманітних проблем демонструє неефективність існуючих систем управління та вимагає запровадження інтегрованого інструментарію. В результаті, як свідчать наукові дослідження, з точки зору цілей управління вже стався зсув парадигми (Ameels et al., 2002) [116]. Якщо у минулому (і, ймовірно, навіть зараз в деяких організаціях) основною метою була максимізація продажів або доходів, то у сучасному соціально-економічному середовищі керівництво все більше усвідомлює, що традиційні показники прибутку, що не ураховують ризики, вплив інфляції та альтернативні витрати, не відображають створення реальної вартості. Stern Stewart & Co назвав це переходом від «управління для заробітку (Managing for Earning)» до «управління для цінності» (Managing for Value)» (Stern Stewart, 1999).

В результаті було закладено засади управління цінностями (Value Management, VM) та сформовано концепцію ціннісно-орієнтованого управління (Value-Based Management, VBM), становлення якої відбулося в 1980–1990-х рр. завдяки практиці провідних світових консалтингових компаній (Stern Stewart & Co, Marakon Associates, McKinsey & Co, PriceWaterhouseCoopers, L.E.K.). Найбільший дослідницький інтерес концепція викликала у 2003–2006 рр., проте і зараз питання ціннісно-орієнтованого управління (Value-Based Management, VBM), управління для цінності (Managing for Value, MFV) та управління

цінностями (Value Management, VM), як теоретико-прикладні варіації загального підходу до управління, залишаються надзвичайно актуальними.

Ретроспективний екскурс дозволяє виявити логіку та інтенсивність теоретичного і прикладного внеску науковців і практиків у концептуальний і методологічний розвиток даного підходу. При цьому його важливою складовою є статистичний аналіз, який надає кількісного виміру відповідним еволюційним процесам. Онлайн-сервіс Google Books Ngram Viewer наочно демонструє результати статистичного аналізу частоти пошукових запитів і показує диференціацію пошукових інтересів щодо вказаних категорій [174].

Ретроспективні дослідження (додаток А) свідчать, що популярність таких категорій як «Value-Based Management» та «Managing for Value» досягла найбільшого рівня у 2006 р. (відповідно 5,945E-07% та 2,104E-07%), у той час як піковим для категорії «Value Management» став 2013 р. (5,3808E-06%). За даними 2019 р. поняття продовжує широко використовуватись, при цьому, як і у попередні роки популярність категорії управління цінностями є на порядок вищою, порівняно із категорією ціннісно-орієнтованого менеджменту (у 13,3 разів – 4,2432E-06% проти 3,186E-07%), в свою чергу остання із вказаних категорій є більш поширеною за категорію управління для цінності у 3,1 разів (3,186E-07% проти 1,022E-07%).

Таблиця 1.1

Пікові роки дослідницького інтересу до категорій та концепцій
«Value Management», «Managing for Value», «Value-Based Management»

Концепція	1979	1992	2006	2009	2013	2019
Value Management	8,78E-07	1,50101E-06	4,9539E-06	5,3714E-06	5,3808E-06	4,2432E-06
Managing for Value	8E-10	3,21E-08	2,104E-07	2,086E-07	2,023E-07	1,022E-07
Value-Based Management	1,7E-09	2,034E-07	5,945E-07	5,356E-07	3,905E-07	3,186E-07

Джерело: складено автором за [174]

Означене вказує на важливість поглибленого вивчення змісту і особливостей застосування ціннісно-орієнтованого управління в умовах нової реальності, посилення криз та ризиків, в у т.ч. обумовлених пандемією COVID-19, тотальної цифрової трансформації економіки та суспільства.

Методологія ціннісно-орієнтованого управління органічно поєднує у собі низку алгоритмів та рішень, що передбачають:

- вибір моделі та процедур визначення цінності компанії,
- відбудову зв'язку між цінністю компанії для власників та стратегією її економічного розвитку,
- визначення механізмів узгодження інтересів власників і менеджерів,
- моніторинг динаміки показників цінності компанії,
- пошук та виявлення важелів і драйверів створення нової цінності,
- розробку політик компанії, спрямованих на створення нової цінності,
- формування системи вимірювання результатів діяльності та матеріального стимулювання.

Концепція ціннісно-орієнтованого управління (Value Based Management, далі – VBM) ґрунтується на погляді на ведення бізнесу, відомому ще до А. Маршалла (Marshall, 1890) [199], який додав до трьох класичних факторів виробництва – землі, капіталу, праці – четвертий фактор – організацію. Теоретичне формування і початок активного використання концепції ціннісно-орієнтованого управління належить до 80–90-х рр. XX ст., у період яких засадничими роботам стали праці А. Рапппорта (Rapport, 1986), Б. Стюарта (Stewart, 1991), Т. Коупленда, Т. Коллера, Дж. Мурріна (Copeland, Koller, Murrin, 1995) [231, 214, 142].

До основних передумов формування концепції VBM відносять:

- глобалізацію та динамічні інтеграційні процеси, що супроводжувались загостренням конкуренції та зростанням рівня ризиків;
- бурхливий розвиток фінансових ринків, збільшення видів фінансових інструментів;

- посилення позицій інституційних інвесторів на ринку фінансових послуг;
- зростання кількості рейдерських захоплень компаній;
- розвиток інформаційних технологій та можливість їх ефективного застосування в управлінні підприємствами;
- ускладнення організаційної структури компаній та загострення проблеми агентських відносин;
- невідповідність традиційної системи управління підприємством, орієнтованої здебільшого на максимізацію прибутку, новим реаліям [59, с. 184].

Проблематика ціннісно-орієнтованого управління міждисциплінарна по суті і поєднує в собі проблеми загального і стратегічного менеджменту, теорії фінансів, фінансового менеджменту, фінансового та управлінського обліку [9, с. 10]. Тому в розвиток теорії ціннісно-орієнтованого управління внесли вклад представники різних наукових дисциплін. До основних робіт, в яких розвиваються ідеї ціннісно-орієнтованого управління, належать роботи Г. Арнольда, В. Бернарда, А. Блека, Дж. Гранта, А. Дамодарана, Т. Коупленда, Б. Маддена, Дж. Мактаггарт, Дж. Олсона, С. Пінмена, П. Райта, А. Раппопорта, Б. Стюарта, Г. Фелтхама, А. Ербара та ін.

Ціннісно-орієнтоване управління є формальним і систематичним підходом до управління компаніями, спрямованим на досягнення мети максимізації створення цінності і максимізації цінності для акціонерів в довгостроковому плані (McTaggart, Mankins, Kontes, 1994) [201].

Т. Коллер (Timothy Koller. 1994) зазначає, що ціннісно-орієнтоване управління найкраще можна зрозуміти як союз між установкою на створення цінності та процесами і системами управління, які необхідні для втілення цього мислення в дії [191]. На його переконання окремо будь-якого елемента недостатньо – взяті разом, вони можуть мати величезне і тривалий вплив.

За визначенням Т. Коупленда ціннісно-орієнтоване управління є підходом до управління, при якому загальні прагнення компанії, аналітичні техніки та управлінські процеси націлені на те щоб допомогти компанії максимізувати її

цінність шляхом фокусування прийняття управлінських рішень на ключових факторах (драйверах) створення цінності (Copeland, 1995) [142].

Г. Арнольд виділяє три ключові елементи концепції ціннісно-орієнтованого управління (Arnold, Davies, 2000):

- довгостроковий добробут акціонерів визначається як головна та незмінна мета, що визначає всі сторони життя організації;

- сума коштів акціонерів, спрямованих на капітальні інвестиції, в розвиток продуктових ліній, вкладених в стратегічні одиниці бізнесу і в корпорацію в цілому, повинні бути визначені; цінність для акціонерів створюється тільки тоді, коли віддача на вкладені кошти перевищує їх альтернативну вартість;

- внутрішні показники, що використовуються компанією для прогнозування і вимірювання результатів діяльності в зв'язку з капітальними інвестиціями, розвитком продуктових ліній, розробкою і реалізацією стратегій корпорації в цілому і бізнес-одиниць зокрема, мають мотивувати менеджерів на максимізацію довгострокового добробуту акціонерів та інформувати про ступінь виконання цієї основної мети; зовнішні показники діяльності компаній повинні дозволяти проводити прозору і правильну оцінку досягнутого і відображати потенціал створення цінності в майбутньому [117].

Між тим, як відзначає М. Дженсен (Jensen, 2001), встановлення довгострокової максимізації цінності в якості мети саме по собі не забезпечує менеджмент стратегією її досягнення [180]. І в цьому сенсі в розуміння того, як створюється цінність вносять свій внесок теорія зацікавлених осіб і обумовлені нею техніки та інструменти.

Сучасні дослідники підкреслюють, що концепція ціннісно-орієнтованого управління – не є результатом виключно академічних досліджень, а являє собою потужний інструмент управлінського консалтингу [9, с. 19]. Зазначені роботи стали теоретичною основою для консалтингової діяльності компаній LEC / Alcar Consulting Group (А. Раппопорт), McKinsey & Company (Т. Коупленд), Stern Stewart & Co. (Б. Стюарт). Базові положення концепції VBM не ставляться під

сумнів, а концепція зайняла гідне місце в теорії і практиці стратегічного управління. Суперечки стосовно VBM ведуться з питань вибору управлінського інструментарію реалізації даної концепції на практиці.

Фундаментальні положення концепції VBM сучасними науковцями та практиками не ставляться під сумнів, концепція зайняла гідне місце в теорії і практиці управління економічним розвитком компаній. Між тим триває дискусія з питань вибору практичного інструментарію реалізації даної концепції. До числа дискусійних положень відносяться питання:

- побудови механізму вимірювання цінності компанії,
- вибору релевантної моделі оцінювання,
- розробки системи інструментів, що дозволяють приймати на всіх рівнях управління рішення, що забезпечують зростання цінності для власників;
- термінологічної ентропії.

Дослідники припускають, що вимірювання цінності у фінансовому та бухгалтерському змістах є фундаментальним, ключовим елементом концепції ціннісно-орієнтованого управління, що визначає архітектуру системи управління організацією і надають менеджменту практичний інструментарій для прийняття рішень [9, с. 10]. Безпосередня розробка методів і механізмів управління на засадах цілісної теорії створення системи вимірювання цінності і забезпечує зростання цінності компанії для власників.

При цьому дослідниками звертається увага на продовження термінологічних дискусій [95]. Понятійно-категоріальний апарат ціннісно-орієнтованого управління не зупиняє шлях свого змістовного уточнення та подальшого формування. На наявність означеної проблематики впливають особливості перекладу, відсутність ключових нормативних дефініцій, використання оціночних термінів, латентність висловлювань, в межах яких залишається місце для можливого пошуку закладеної в мовній формулі інформації. В наслідок того, що у науковому і науково-популярному полі спостерігається певна диференціація визначень, важливо звернути увагу на терміни і поняття, що використовуються в означеному контексті.

У вітчизняній науковій літературі значною мірою усталеним є переклад терміну «Value-Based Management», як «управління вартістю» та «вартісно-орієнтоване управління», зміст самого поняття при цьому суттєво не змінюється. За результатами дослідження еволюції даної концепції А. В. Сотніков виділяє два основних визначення:

1) підхід менеджменту, який забезпечує послідовне управління вартістю корпорації (зазвичай: максимізація акціонерної вартості);

2) націленість на те, щоб забезпечити послідовність наступних елементів:

- корпоративна місія (філософія бізнесу);
- корпоративна стратегія для досягнення корпоративної місії та цілі;
- корпоративне управління (хто визначає корпоративну місію і регулює дії корпорації);
- корпоративна культура;
- корпоративна комунікація;
- організація корпорації;
- процеси і системи рішення;
- процеси і системи управління продуктивністю;
- процеси та системи винагороди, з корпоративною метою і цінностями, яких прагне досягти корпорація [95, с. 253].

Як зазначають Старостенко Г. Г., Сурженко А. В. вартісно-орієнтоване управління засноване на впровадженні мислення, при якому підприємство починає обирати варіанти рішень, віддаючи пріоритет тим, які сфокусовані на збільшенні здатності генерувати вартість [96, с. 179]. Іншими словами, дотримуючись цієї концепції, менеджмент зорієнтований на поступове впровадження розуміння пріоритету рішень, що сприяють створенню вартості. Такий підхід повністю дотичний визначенню класичним фінансовим менеджментом основоположної мети управління – максимізація ринкової вартості компанії.

Відносно драйверів Андрющенко К. А., Боняр С. М. та ін. зазначають, що побудова системи оцінки вартості компанії має на увазі вибір адекватної моделі,

заснованій на драйверах, які дозволяють приймати рішення на всіх рівнях управління, пов'язаних з інвестиційною діяльністю, забезпечуючи збільшення вартості для власників [131, с. 353]. Дослідники підкреслюють, що зростання вартості компанії є результатом ефективного управління, орієнтованого на вартість, при цьому:

- загальна економічна ситуація є більш сильним фактором ринкової вартості компанії в порівнянні з її індивідуальними характеристиками;
- група чинників фінансової вартості позитивно корелює з вартістю компанії;
- характеристики структури власності впливають на ринкову оцінку компанії;
- держкомпанії торгуються з певним дисконтом, а компанії, представлені в структурі власності іноземним акціонером, – з певною премією до ринку;
- змінна концентрації власності негативно пов'язана з розміром доходів акціонерів;
- контрольні змінні статистично значимо пов'язані з показниками формування акціонерної вартості;
- індивідуальні характеристики компаній важливіші для пояснення ринкової оцінки компанії, ніж для пояснення показника прибутковості акціонерів [131, с. 363].

На думку Боярко І. М. і Самусевич Я. В. концепція фінансового менеджменту компанії, заснована на максимізації зростання ринкової вартості її акцій та цінності бізнесу для власників, має назву саме ціннісно-орієнтованого управління (VBM) [6, с. 284]. Ціннісно-орієнтоване управління за визначенням вчених є цілісним процесом, спрямованим на зростання цінності підприємства для власників і акціонерів та підвищення його ринкової вартості через розкриття потенціалу конкурентних переваг, які пов'язані з матеріальними та нематеріальними активами компанії. Відповідно центральною категорією стає саме цінність компанії.

За Токмаковою І. В., Войтовим І. М., Носенко Л. М. ціннісно-орієнтоване управління орієнтує аналітичні техніки та управлінські процеси на допомогу підприємству максимізувати його цінність шляхом фокусування прийняття управлінських рішень на ключових факторах (драйверах) створення цінності [101, с. 133–134]. Позиція дослідників полягає у тому, що економічне обґрунтування концепції базується на змістовній параметризації у визначенні стратегічних управлінських завдань щодо максимізації цінності підприємства для всіх складових соціоекономічної системи. Відповідно різноаспектне оцінювання ключових факторів нарощування цінності є основою управління підприємствами. Інтегруючи сутність ціннісно-орієнтованого управління автори зводять до забезпеченні управлінського балансу між інноваційною, компетентнісною, виробничо-технологічною, інституційною, соціальною, екологічною та іншими функціями, тобто досить широко розглядають загальний концептуальний контекст.

Сагайдак М. П., Смирнов Є. В., Теплюк М. А., в межах дослідження особливостей ціннісно-орієнтованого управління транснаціональними корпораціями (ТНК), роблять висновок, що під ціннісно-орієнтованим управлінням слід розуміти низку складових:

- якісно новий стан стратегічного управління корпорацією, триєдина мета якого полягає у гармонізації і забезпеченні балансу індивідуальних цінностей стейкхолдерів, що трансформуються у корпоративні цінності, які сприймаються і дотримуються усіма стейкхолдерами в країнах присутності ТНК;
- послідовну максимізацію цінності ТНК і створення цінності продукту, що нею пропонується на ринку;
- ефективне управління підвищеною складністю і більшою невизначеністю й ризиками, пов'язаними з організацією взаємодії з усіма стейкхолдерами задля досягнення успіху [91, с. 68].

За визначенням Бойко М. Г. ціннісно-орієнтоване управління спрямоване на досягнення мети максимізації найбільш ймовірної цінності підприємства для всіх складових соціо-економічної системи у довгостроковому аспекті на основі

прийняття стратегічних управлінських рішень, що базуються на ключових детермінантах цінності [4, с. 78]. Надаючи таке визначення, автор дотримується позиції, за якою окремі аспекти ціннісно-орієнтованого управління відображають різні концепції. В межах узагальнення результатів рейтингового оцінювання детермінант ціннісно-орієнтованого управління, дослідником було встановлено, що за наслідками:

- вартісно-орієнтованого управління реалізується управлінське завдання поліпшення показників фінансової складової господарської діяльності, що проявляється у створенні фундаментальної, інвестиційної та ринкової цінності для власників і акціонерів;

- процесно-орієнтованого, інноваційно-орієнтованого управління на основі вдосконалення бізнес-процесів створюється споживча цінність товару (послуги), яка відображається в їх функціональності, корисності, унікальності та значимості для споживача;

- компетентнісно-орієнтованого управління формуються ресурсні, комплементарні, спеціальні, інноваційні компетенції підприємства, які є основою створення споживчої та соціальної цінностей;

- антикризового управління створюється інформаційна модель для аналізу впливу факторів організаційного середовища підприємства на розвиток системних криз на підприємстві; діагностична система взаємопов'язаних фінансових і нефінансових показників, об'єднаних у рамках ціннісно-орієнтованого управління може оцінювати ступінь погіршення стану підприємства і, відповідно, фундаментальної, інвестиційної та ринкової цінності;

- еколого-орієнтованого управління вирішується завдання визначення цінності окремого регіону для соціо-еколого-економічної системи на основі його ресурсного потенціалу та дотримання відтворювальних процесів природних ресурсів;

- бренд-менеджменту визначаються ключові фактори споживчого попиту та їх залежність від бренду, ділової репутації підприємства в контексті створення споживчої цінності [4, с. 80–81].

Аналіз змісту дефініцій вартісно- та ціннісно-орієнтованого управління (табл. 1.2) свідчить про сутнісну єдність означеної категорії з наближеними за ключовими ознаками тлумаченнями, даючи підстави для висновку про лексичну варіативність категорії на фоні змістовної визначеності.

Загалом вартість є багатофакторним агрегованим показником ефективності діяльності компанії. Поняття вартості носить відносний характер і залежить від цілей оцінювання. Ринкова вартість зазвичай оцінюється з позиції можливого покупця та відображає міру того, скільки гіпотетичний покупець, незалежний, інформований, діючий без примусу, готовий заплатити за оцінюваний актив. З поняттям вартості тісно пов'язане поняття ціни. Ціна історично відображає суму, яку було сплачено при покупці активу, або використовується для позначення «запитуваної ціни» продавця. Ціни минулих угод і ціни продавця не обов'язково представляють обґрунтовану міру вартості активу на дату оцінки, проте не виникає внутрішньої суперечності щодо розуміння змісту та взаємозв'язку означених категорій.

Значно цікавішою видається дискусія щодо обґрунтованості використання в контексті VBM термінів «вартість» та/або «цінність». Автори вітчизняних наукових публікацій частіше використовують категорію вартісно-орієнтованого управління та, відповідно, застосування терміну «ціннісно-орієнтоване управління» менш поширене.

Аналіз пошуку наукових статей, науково-дослідних робіт та інших досліджень в пошуковій системі Google Scholar, яка індексує повний текст наукових публікацій всіх форматів і дисциплін, свідчить, що в україномовному науковому середовищі термінологічно зорієнтовано на «вартісно-орієнтоване управління» понад ніж у півтора рази більше робіт (на 09.07.2021 р. – 735 од.) ніж тих, що гуртуються на дослідженні процесів та механізмів «ціннісно-орієнтованого управління» (476 од., тобто у співвідношенні у середньому 10 до 15).

Отже в переважній своїй більшості науковці вважають за краще використання терміну «вартість» як еквівалент англійського «Value», ніж терміну «цінність».

Термінологічна дихотомія концепції Value-Based Management

Value-Based Management	Авторське визначення	Автори
Value-Based Management	Формальний і систематичний підхід до управління компаніями, спрямованим на досягнення мети максимізації створення цінності і максимізації цінності для акціонерів в довгостроковому плані	Джеймс Мак-Таггарт, Пітер В. Контес, Майкл К. Манкінс
	Союз між установкою на створення цінності та процесами і системами управління, які необхідні для втілення цього мислення в дії	Тімоті Коллер
	Підхід до управління, при якому загальні прагнення компанії, аналітичні техніки та управлінські процеси націлені на те щоб допомогти компанії максимізувати її цінність шляхом фокусування прийняття управлінських рішень на ключових факторах (драйверах) створення цінності	Том Коупленд, Тім Коллер, Джек Муррін
Вартісно-орієнтоване управління	Підхід менеджменту, який забезпечує послідовне управління вартістю корпорації (зазвичай: максимізація акціонерної вартості)	А. В. Сотніков
	Засноване на впровадженні мислення, при якому підприємство починає обирати варіанти рішень, віддаючи пріоритет тим, які сфокусовані на збільшенні здатності генерувати вартість	Г. Г. Старостенко, А. В. Сурженко
Ціннісно-орієнтоване управління	Концепція, заснована на максимізації зростання ринкової вартості її акцій та цінності	І. М. Боярко, Я. В. Самусевич
	Орієнтує аналітичні техніки та управлінські процеси на допомогу підприємству максимізувати його цінність шляхом фокусування прийняття управлінських рішень на ключових факторах (драйверах) створення цінності	І. В. Токмакова, І. М. Войтов, Л. М. Носенко
	Якісно новий стан стратегічного управління корпорацією, триєдина мета якого полягає у гармонізації і забезпеченні балансу індивідуальних цінностей стейкхолдерів, що трансформуються у корпоративні цінності, які сприймаються і дотримуються усіма стейкхолдерами	М. П. Сагайдак, Є. В. Смирнов, М. А. Теплюк
	Спрямоване на досягнення мети максимізації найбільш ймовірної цінності підприємства для всіх складових соціо-економічної системи у довгостроковому аспекті на основі прийняття стратегічних управлінських рішень, що базуються на ключових детермінантах цінності	М. Г. Бойко

Джерело: складено автором за [142, 95, 96, 6, 101, 91, 4, 117, 191]

Проте саме останнім часом проявилася тенденція надання переваг у застосуванні поняття цінності. Логіка прихильників такої позиції полягає в тому, що «цінність» активу для власника стає «вартістю» лише в разі його продажу.

Відповідно формуються підстави для створення певного понятійного співвідношення категорій «вартість» і «цінність» та відповідно обґрунтування наголосу в орієнтації управління на цінність або на вартість. Для початку, слід звернути увагу, що не відмовляючи в необхідності використання в межах концепції обох термінів – «вартості» і «цінності», об'єктивно їх слід розділити. Необхідно ураховувати, що з мови оригіналу термін «Value» за певних умов можна перевести і як «вартість», і як «цінність». Value ['vælju:] 1. *n* 1) цінність; важливість 2) вартість; валюта; ціна; Exchange Value – мінова вартість Relative Value – відносна вартість Surplus Value – додаткова вартість; 3) *pl* цінності; Cultural Values – культурні цінності; 2. *v* 1) оцінювати 2) цінити, цінувати [98, с. 305]. Крім цього слід мати на увазі, що саме поняття «цінність» є значно ширшим, ніж категорія «вартість». Не все, що є цінним для суб'єкта відносин, у тому числі економічних, може бути об'єктивно оцінений в грошовому вираженні.

З філософського та загальнонаукового погляду цінності є властивостями того чи іншого суспільного предмета, явища, які задовольняють потреби, інтереси, бажання. Одночасно вони відображають відношення суб'єкта до предметів та явищ реальності, яке виражається ціннісними орієнтаціями, соціальними установками, якостями особистості [60, с. 28]. Перший аспект є суспільним, другий – особистісним [7, с. 27]. Зважаючи, що єдиної класифікації цінностей у сучасній літературі не існує, дослідники класифікують цінності по-різному:

- 1) за об'єктом засвоєння – матеріальні, морально-духовні;
- 2) за метою засвоєння – егоїстичні, альтруїстичні;
- 3) за рівнем узагальненості – конкретні, абстрактні;
- 4) за способом вияву – ситуативні, стійкі;
- 5) за роллю в діяльності людини – термінальні, інструментальні;
- 6) за змістом діяльності – пізнавальні, предметно-перетворювальні (творчі, естетичні, наукові, релігійні та ін.);
- 7) за приналежністю / суб'єктом ставлення – особистісні (індивідуальні), групові колективні, суспільні, загальнонародні (національні), загальнолюдські;

8) за предметом або змістом об'єктів, на які вони спрямовані (соціально-політичні, моральні, економічні та інші) [60, с. 29].

З позицій VBM особливу увагу заслуговує остання з поданих класифікаційних ознак та, відповідно, останній з поділів цінності на різновиди. Зупинимось саме на виділенні вказаних цінностей, тобто фокусуванні на їхніх соціально-політичних, моральних та економічних проявах. Така позиція корелює з поглядами сучасних науковців на досліджувану проблематику. Так С. Долан для розуміння організаційної культури компанії запропонував тривісну модель цінностей (Triaxial Model of Values), що для досягнення задекларованої місії і візії поєднує три системи цінностей компанії:

- економіко-прагматичні цінності – необхідні для підтримки і об'єднання різних організаційних підсистем (планування, контроль якості, облік, стандарти роботи, дисципліни);

- етико-соціальні цінності – виходять з переконань і звичаїв колегіальних і професійних відносин (чесність, порядність, довіра, повага, вірність);

- емоційно-розвиваючі цінності – мають важливе значення для створення імпульсу до дії і пов'язані з внутрішньою мотивацією: оптимізм, пристрасть, сприйняття свободи і щастя [43].

Українські науковці запропонували розширити тривісну модель, доповнюючи її параметром соціально-економічні цінності, спрямованому на індивіда (працівника) та потрібному для створення необхідних можливостей успішної професійної діяльності й відповідного рівня життя [91, с. 66]. До соціально-економічних можуть бути віднесені такі цінності, як імідж компанії, рівень оплати праці, різні види матеріального заохочення, вагомість соціального пакету, участь у прибутку, дивіденди тощо, а також цінності соціальної відповідальності, до яких зокрема належать екологічні та духовні цінності. Така позиція є цілком обґрунтованою і важливою у сучасному бізнес-середовищі не лише з загально соціальних позицій, але й як фактор впливу на економіко-прагматичну складову [113].

Ціннісне поле, графічно представлене на рис. 1.1, являє собою тривісну модель цінностей (Four-axle Model of Values) С. Долана розширену до чотиривісної моделі цінностей (Four-axle Model of Values) завдяки доданій соціально-економічній компоненті (вісі). Чотиривісна модель цінностей є досить гармонічно збалансованою системою, що дозволяє урахувати широке коло інтересів, особисто важливих і соціально значимих матеріальних і духовних явищ, що визначають зміст буття людини і суспільства в цілому. Чотиривісна модель цінностей позначає необхідне ціннісне поле як об'єктивну основу, що дозволяє як індивідам, так і компаніям інтерпретувати свій досвід і спрямовувати свою діяльність. В контексті управління компанією така модель в поточному вимірі ціннісно обумовлює рішення в сфері економічної діяльності, у візійному та стратегічному ціннісно визначає напрями економічного розвитку.

<p>Економіко-прагматичні цінності</p> <p>необхідні для підтримки і об'єднання різних організаційних підсистем (планування, контроль якості, облік, стандарти роботи, дисципліни)</p>	<p>Етико-соціальні цінності</p> <p>виходять з переконань і звичаїв колегіальних і професійних відносин (чесність, порядність, довіра, повага, вірність)</p>
<p>Соціально-економічні цінності</p> <p>потрібні для професійного розвитку, підвищення рівня життя, соціально відповідальної поведінки (імідж компанії, рівень оплати праці, заохочення, екологічність, духовність)</p>	<p>Емоційно-розвиваючі цінності</p> <p>мають важливе значення для створення імпульсу до дії і пов'язані з внутрішньою мотивацією (оптимізм, пристрасть, сприйняття свободи і щастя)</p>

Рис. 1.1. Чотиривісна модель цінностей (Four-axle Model of Values)

Джерело: розроблено автором за [43, 91]

Ураховуючи, що економічні (економіко-прагматичні) цінності є формою вияву економічних відносин та втілюють у собі загальноприйняті уявлення

відносно цілей, яких повинна прагнути компанія чи/або людина в економічній діяльності. При цьому економічна діяльність за визначенням С. В. Мочерного є процесом, що має мету (створення благ і розвиток особистості), засоби (засоби виробництва) та результат (економічні блага у формі корисних для суспільства товарів і послуг) [21, Т. 1, с. 419]. Можна стверджувати, що кількісним виміром економічних цінностей є досягнення економічних ефектів, або тих самих корисних результатів економічної діяльності, що у підсумку являють собою різницю між грошовими доходами від такої діяльності та грошовими витратами на її здійснення [21, Т. 1, с. 462] (рис. 1.2).



Рис. 1.2. Структурно-логічний взаємозв'язок категорій «цінність» і «вартість»

Джерело: розроблено автором

На відміну від цінності, що охоплює економічні та неекономічні вигоди зацікавлених в її одержанні суб'єктів, вартість являє собою специфічну саме економічну категорію. Як економічна категорія вартість виражає уречевлену в товарах та послугах суспільно необхідну працю та економічні відносини між учасниками господарської діяльності, пов'язаними суспільним поділом праці й обміном товарами та послугами [21, с. 154]. Відповідно до академічного знання вартість визначається такими факторами як:

- суспільно необхідна праця,
- суспільна споживча вартість (корисність) блага та

– його рідкісність.

Суспільно необхідна праця та корисність благ відіграють вартісно-утворюючу роль більшості відтворюваних товарів і послуг. Рідкісність благ – незначної групи невідтворюваних товарів і послуг або товарів і послуг відтворюваних у невеликих масштабах.

Поняття «цінність», «вартість», «корисність» часто зустрічаються у сучасній економічній та маркетинговій літературі. Щодо цього Я. Ю. Криворучко зазначає, що концепція цінності не є новою і використовувалась у роботах економістів різних шкіл та напрямків [52, с. 101]. Концепція цінності – ланцюга та системи цінності (Value Chain та Value System) – походить з англійських джерел, у літературі зустрічаються відмінності у перекладі терміну, зокрема тотожними є використання терміну ланцюг чи система цінності та вартості, які інколи ототожнюються і з ланцюгом корисності.

Враховуючи недостатність пояснень з приводу причин використання саме такого різновиду терміну, виникає необхідність внесення чіткості у це питання. Як наслідок пропонується відобразити цінність як співвідношення переваг та втрат від зв'язків чи придбання товару за певних умов.

У контексті цінності пропозиція для покупця є співвідношенням переваг від споживання певної пропозиції (товару чи послуги) та витрат на її пошук, придбання та споживання. У контексті аналізу цінності для продавця від зв'язків із покупцем цінність виступає мірою переваги певного зв'язку із певним клієнтом над доступними альтернативними варіантами зв'язків подібного типу у певній ситуації, визначеній через оцінку вигащів і втрат від нього. Такими перевагами виступають корисності товару чи послуги, корисності зв'язку. Як наслідок вартістю є усі витрати, понесені набувачем цінності (пропозиції чи зв'язку) [52, с. 105].

Підтримуючи загальну позицію Я. Ю. Криворучко, Т. О. Завалій у своїй роботі підкреслює, що проблематика категорій «вартість» і «цінність» є традиційним об'єктом дослідження вчених-економістів. Завдяки чому українські варіанти перекладу концепції VBM є різними: вартісно (ціннісно)-орієнтоване

управління; управління, основане на вартості (цінності); управління вартістю (цінністю); вартісно (ціннісно)-орієнтований підхід до управління; вартісний (ціннісний) підхід до управління; управління, націлене на створення вартості (цінності); менеджмент, оснований на управлінні вартістю (цінністю); вартісний (ціннісний) менеджмент тощо [28, с. 557]. Обґрунтовуючи тим, що точного перекладу щодо англійських слів «Value» і «Cost» немає, думку про те, що в контексті використання концепції VBM слід використовувати саме категорію «цінність», виходячи з перекладу слова «Value» як цінність, Т. О. Завалій вважає неаргументованою по причині багатоваріантності можливих перекладів.

Між тим Боярко І. М. і Самусевич Я. В. наголошують, на тому, що на сучасному етапі розвитку концепції дискусійність питання щодо сутності понять «вартість» і «цінність» пов'язана з існуванням думки про некоректний переклад англійського терміну «Value» (цінність) як «вартість», оскільки даному поняттю відповідає слово «Cost» [6, с. 283]. При цьому пропонують все ж таки розмежовувати терміни вартість і цінність підприємства залежно від мети та суб'єктів використання:

- вартість підприємства доцільно визначати як можливу економічно обґрунтовану суму витрат на його придбання або створення, виражену в грошовому еквіваленті, і застосовувати дане поняття в операціях купівлі-продажу компаній чи у процесі заснування бізнесу;

- цінність – як здатність підприємства приносити доходи його власникам у майбутньому, що на конкретний момент часу може визначатися через дисконтоване значення майбутніх грошових потоків [6, с. 283].

В цілому погоджуючись з такою позицією було б доцільно не обмежуватись у фундаментальному розумінні концепції лише умовами перекладу і ґрунтуватись у більшому ступені на змісті категорій, ніж обирати поняття лише виходячи з філологічної багатоваріантності та мовних особливостей. Слід додати, що головним аргументом на користь застосування поняття «вартісно-орієнтоване управління» є категорія вартості підприємства, яка у контексті майна та майнових прав є досить визначеною та навіть нормативно

врегульованою. До означеної дискусії слід додати, що у сучасні науці та практиці виділяють два в достатній мірі чітко сформованих на даний час підходи до управління компаніями (табл. 1.3).

Таблиця 1.3

Підходи до управління компаніями

Підхід	Зміст підходу	Особливості в контексті ціннісно-орієнтованого управління
Теорія агентських відносин (Agency Theory)	Відповідно до теорії одна сторона (принципал) делегує повноваження і роботу іншій стороні (агенту), що виконує роботу. Фокусування на одній меті – зростання вартості власників (акціонерів) як кінцевої мети корпорації	З позицій максимізації власної вигоди, агенти (менеджери) не завжди діють в інтересах принципала (власника бізнесу, акціонера) та забезпечують йому одержання найкращих вигід. Для досягнення потрібних власникам результатів слід узгоджувати інтереси і взаємодіяти з різними зацікавленими сторонами
Теорія стейкхолдерів / заінтересованих сторін (Stakeholders Theory)	Підконтрольність керівництва компанії (менеджменту) всім зацікавленим сторонам, які реалізують прийнятну модель корпоративних відносин. Компанія має створювати цінність для всіх зацікавлених сторін	Для стейкхолдерів, крім власників (акціонерів) мова йде про створення цінності, для власників – про створення вартості (за яку можна продати частку в бізнесі). Вартість бізнесу для власника і цінність для стейкхолдерів тісно пов'язані між собою. Створення цінності для всіх зацікавлених сторін дозволить стало нарощувати ринкову капіталізацію

Джерело: складено автором

Перший підхід, заснований на теорії агентських відносин (Agency Theory), передбачає, що найняті за контрактом агенти повинні використовувати делеговані їм владні повноваження з управління бізнесом виключно в інтересах свого довірителя (довірителів). Припускається, що виходячи з позицій максимізації власної вигоди, агенти (менеджери) не завжди можуть діяти в інтересах принципала (власника бізнесу, акціонера) та забезпечувати йому одержання найкращих вигід.

Теорія агентських відносин становить теоретичну основу та відіграє провідну роль у корпоративному управлінні, а також може використовуватися

для великої різноманітності агентських відносин, в яких одна сторона (принципал) делегує повноваження і роботу іншій стороні (агенту), що виконує роботу.

На базі теорії агентських відносин М. Йенсен і В. Меклінг розробили теорію агентських витрат [181], згідно із якою право власності та контроль не повною мірою збігаються, як наслідок є потенціал для конфлікту інтересів, що в кінцевому рахунку знижує вартість компанії. Теорія агентських відносин критикується у різних аспектах, у тому числі щодо того, що наполегливо передбачає фокусування тільки на одній меті – зростання вартості власників (акціонерів) як кінцевої мети корпорації [238, 160, 170, 198, 68]. Висловлюються міркування, що оскільки не тільки акціонери є джерелом влади принципала, необхідно розширити перелік принципалів через урахування вимог інших заінтересованих сторін. Прибічники теорії агентських відносин з цим певною мірою погоджуються, вважаючи, що акціонери є основним принципалом, проте для досягнення потрібних їм результатів слід узгоджувати інтереси і взаємодіяти з різними зацікавленими сторонами [145, 225].

Другий підхід являє собою так звану теорію стейкхолдерів або теорію заінтересованих сторін (Stakeholders Theory). Теорія стейкхолдерів передбачає обов'язкову підконтрольність керівництва компанії (менеджменту) всім зацікавленим сторонам, які реалізують прийнятну модель корпоративних відносин. До числа зацікавлених сторін, крім власників підприємства, належать його працівники (будь-які – від рядових співробітників до топ-менеджменту), кредитори, держава (включаючи представників органів державної влади та органів місцевого самоврядування), постачальники, споживачі, громадськість, зокрема з питань захисту навколишнього середовища, гендерних прав, прав меншин та ін. [196, 55]. Передбачається, що компанія має створювати цінність для всіх зацікавлених сторін. Тільки створення такої цінності дозволить компанії стало нарощувати ринкову капіталізацію.

У такому контексті слід звернути увагу на один термінологічний нюанс: якщо для всіх стейкхолдерів, крім власників (акціонерів) мова дійсно має йти про

цінність бізнесу, то для власників – про вартість, за яку можна продати частку в бізнесі. Очевидно, що вартість бізнесу для власника і цінність бізнесу для всіх зацікавлених сторін (стейкхолдерів) тісно пов'язані між собою.

Зважаючи, що така залежність не формалізована і не визначена, виявлення зв'язку між рівнем цінності та величиною вартості виступає предметом наукових досліджень. Як наслідок з урахуванням певної теоретико-методичної невизначеності ціннісно-орієнтоване управління потребує диференціації щодо сфер застосування:

- в рамках традиційної моделі корпоративного управління основною метою є максимізація фундаментальної вартості бізнесу;

- за умови, що фондовий ринок достотною мірою інформаційно ефективний, означена мета може бути подана, як максимізація ринкової вартості бізнесу;

- в рамках інструментального підходу ціннісно-орієнтоване управління потребує створення цінності для окремих, найбільших стейкхолдерських груп як засобу досягнення основної мети управління – максимізації акціонерної вартості. В означеному міксі відображається суть стейкхолдерсько-агентського підходу до ціннісно-орієнтованого управління компанією.

За результатами узагальнення загальнонаукових засад та теоретичних положень концепції ціннісно-орієнтованого управління, з урахуванням філологічних та сутнісних детермінант і особливостей формування понятійно-категоріального апарату можна сформулювати авторське визначення головних досліджуваних категорій (рис. 1.3).

Відповідно до нього *ціннісно-орієнтоване управління (Value-Based Management, VBM) є бізнес-філософією та концептуальним підходом до управління, зорієнтованим на створення і максимізацію цінності компанії для стейкхолдерів, зокрема вартості для власників, що інтегрує процеси генерації, вимірювання і управління цінністю з позицій усіх заінтересованих сторін та ґрунтується на ціннісно-орієнтованому мисленні.*



Рис. 1.3. Зміст і взаємозв'язок основних категорій концепції ціннісно-орієнтованого управління

Джерело: розроблено автором

При цьому *ціннісно-орієнтоване мислення (Value-Based Thinking, VBT)* є *типом мислення, здатним фокусуватись на максимізації цінності та привести до концентрації управлінських рішень на ключових її факторах*. Отже ціннісно-орієнтоване мислення зводиться до генерації, прийняття і реалізації альтернатив, що прямо (економіко-прагматичні цінності) або опосередковано (етико-соціальні, емоційно-розвиваючі, соціально-економічні цінності), тобто через досягнення фінансових та нефінансових цілей збільшують грошові потоки і у підсумку максимізують вартість компанії.

Виходячи з такого розуміння категорій понятійно-категоріального апарату концепції і будуть проведені подальші наукові дослідження.

1.2. Економічний розвиток в системі ціннісно-орієнтованого управління компанією

Економічний розвиток і його позитивні екстерналії у вигляді підвищення добробуту населення і збільшення національного багатства є предметом вивчення чисельних економістів протягом багатьох років. Незупинний науковий і прикладний інтерес обумовлений тим, що моделі економічного розвитку перманентно змінюються унаслідок узагальнень, що виникають під впливом циклічної динаміки національних та світової соціально-економічних систем.

З одного боку фундаментальні принципи, структура та механізми економічного розвитку формуються на засадах елімінування (виключення з розгляду) специфічних умов певних країн. Як наслідок, розуміння механізму функціонування базових моделей створює можливості для виявлення типових, загальних рис, що не підлягають кон'юнктурним впливам та відносно незмінні протягом певного періоду.

З іншого боку, лише в процесі поглиблення у статистичні матеріали та дані інформаційних баз, в процесі аналізу, розрахунків, ідентифікації та вимірювання ознак, виявлення та оцінювання факторів, вивчення трендів зміни показників, навіть прямо не пов'язаних з досліджуваним, аналізованим, контрольованим процесом та/або явищем, виникає можливість конкретизувати масштабність та відслідкувати інтенсивність тенденцій економічного розвитку за конкретних умов та вимог.

Продовження досліджень теоретичних засад економічного розвитку ґрунтується на наукових результатах, викладені у працях багатьох зарубіжних та вітчизняних вчених, зокрема В. П. Вишневського, В. М. Геєця, С. А. Єрохіна, М. М. Єрмошенка, М. Д. Кондратьєва, А. Льюїса, В. Парето, В. Ростоу, Д. Сакса, В. О. Шевчука, Й. Шумпетера, тощо. Проте, як вже було відмічено, зважаючи на потужний пласт теоретико-прикладних надбань, сучасний економічний розвиток потребує постійного поглибленого дослідження, насамперед, з питань обґрунтування стратегічних напрямів розвитку національної соціально-економічної системи, розвитку територіальних громад, трансформації галузей та сфер економічної діяльності, обґрунтованого застосування базових наукових

положень в процесі вибору ефективних форм та напрямів розвитку компаній. Крім того подальшого дослідження потребують питання, пов'язані з визначенням основних умов та факторів, що впливають на забезпечення врівноваженого сталого розвитку в умовах розвитку конкурентоспроможної економіки, глобальних та локальних потрясінь, прискорення динаміки національних економік.

В основі вірного розуміння фундаментальних засад будь-яких процесів та явищ знаходиться конкретизація змісту головних категорій та системне узагальнення базових складових певної теорії. Відповідними категоріями теорії економічного розвитку є поняття «розвиток» та «економічний розвиток» разом із дотичними до них дефініціями. З метою подальшого обґрунтованого наукового пошуку потрібно визначитись із загальним, соціологічним та філософським змістом означених понять.

У звичному розумінні «розвиток – це процес, в результаті якого відбувається зміна якості чого-небудь, перехід від одного якісного стану до іншого, вищого» [94, с. 631]. Перехід від одного якісного стану до іншого, вищого та, відповідно, сам термін «розвиток» асоціюється із прогресом, зростанням, розквітом, процвітанням, розвиванням.

Між тим історичний досвід свідчить, що в економіці не існує одновекторного руху або лінійного розвитку, при цьому це не залежить від типу соціально-економічної системи [111, с. 216]. Зміни відбуваються з певними часовими проміжками циклічно та хвилеподібно [41]. Економіка розвивається нерівномірно, послідовно перебуваючи у фазах стабільного розвитку, кризи, депресії, пожвавлення, підйому, а також середньотривалих, довготривалих (Кондратьєвських), зверх довготривалих (цивілізаційних) циклів [53, с. 11]. Відбувається періодичний перехід від одного відносно рівноважного, сталого стану до іншого рівноважного, сталого стану, що пов'язані між собою перехідним кризовим періодом, якому властиво посилення невизначеності, нестійкості, хаотичні зміни, спад виробництва, структурні зрушення в економіці. Глибина, масштаби та тривалість кризової фази визначаються характером економічного циклу. Соціально-економічна система в таких умовах

позбавляється від застарілих елементів та збагачується новим вмістом за рахунок притаманній їй спадковій мінливості. Такі трансформації сприяють адаптації соціально-економічної системи до нових умов суспільного розвитку.

Одним із перших економістів, який описав проблему циклів і криз в економіці, став К. Маркс [53, с. 12]. Ним було виділено чотири фази «промислового циклу», що послідовно змінюють одна одну: криза, депресія, поживлення, підйом. Саме для відображення специфіки процесу відтворення в промисловості К. Марксом і була введена категорія «промисловий цикл». Ключовим елементом капіталістичної форми суспільного виробництва є промисловість, у якій процеси відновлення матеріально-технічної бази зумовлюють появу промислових циклів і криз. З цієї логіки цикли отримали ознаку промислових, у яких в результаті кризи динаміка економічної кон'юнктури змінюється з позитивної на негативну, показники розвитку національного господарства знижуються, періодичне розгортання криз зумовлює механізм циклічності економіки.

На рубежі XIX–XX ст. набула поширення кредитно-грошова концепція циклу. Відповідно до кредитно-грошової концепції кризи є результатом порушень у сфері грошового попиту та пропозиції (Р.Дж. Хоутрі, І. Фішер). З такої позиції виникли перші ендогенні концепції, за якими всупереч неокласичним підходам циклічні коливання пов'язувались із внутрішньою нестійкістю самої соціально-економічної системи. Такі науковці, як М. І. Туган-Барановський, А. Шпітгоф, Г. Кассель, звернули увагу на особливості накопичення капіталу та специфічну взаємодію між виробництвом товарів споживання та накопиченням капіталу, що розглядали як основу економічного циклу. Й. Шумпетер пов'язував циклічність із технічним прогресом і вважав, що економічне зростання є циклічним процесом, який зумовлюється стрибкоподібним характером здійснення нововведень.

З кейнсіанської теорією циклів пов'язані роботи Р. Харрода, П. Самуельсона, Дж. Хікса, А. Хансена. Кейнсіанська теорія розглядає цикл як результат взаємодії між рухом національного доходу, споживанням та

накопиченням капіталу. За нею саме ефективний попит, що є функціями споживання та інвестицій, та його динаміка обумовлюють формування циклічного процесу. Взаємозалежність споживання, накопичення та рівня національного доходу в теорії циклів ефективного попиту розглядається в контексті сталих зв'язків, що характеризуються коефіцієнтами мультиплікатора та акселератора. Кейнсіанська теорія циклів є основою державної антициклічної політики, розрахованої на розширення сукупного попиту у фазі кризових спадів та його обмеження у фазі підйому та підвищення цін [53, с. 12].

Вагомий внесок у теорію циклів було зроблено наприкінці 20-х років ХХ ст. відомим вченим М. Д. Кондратьєвим [44, 46]. На основі аналізу великих масивів статистичної інформації за період 100–150 рр., що стосується динаміки цін, заробітної плати, відсотку на капітал, обігу зовнішньої торгівлі, цін на золото, обсягів виробництва промислової продукції тощо, він розробив цілісну теорію, яка пояснює хвилеподібні коливання економічної динаміки трьох видів:

- короткі цикли (3–3,5 рр.),
- середні цикли (7–11 рр.),
- великі цикли (54–55 рр.),
- а також загальний тренд розвитку економіки досліджуваного періоду [45, с. 221].

Згідно із теорії великих циклів кон'юнктури М. Д. Кондратьєва циклічний розвиток соціально-економічних систем і відповідні коливання в економіці пов'язуються із періодичним оновленням капіталу та регулярністю зміни тривалих періодів надлишку та нестачі капіталу, закономірно обумовлюються науково-технічним прогресом і спричиняються різного роду нововведеннями. У періоди коливань інерційні галузі економіки знаходяться у стані кризи або застою, приріст виробництва товарів мінімальний або відсутній, виробництво стагнує, перенакопичення та старіння капіталу у традиційних галузях знижує норму прибутку. Означені процеси ведуть до застою у науково-технічних сферах, як наслідок стрибкоподібно впроваджуються досягнення науки та техніки у виробництво.

Крім означених вагомих внесок у пояснення причин циклічності розвитку економіки зробили дуже багато дослідників. Аналізуючи найвагоміші здобутки науковців у контексті циклічної економіки Т. А. Кулаковська виділяє:

- циклічність як відображення процесів відтворення основних фондів (К. Маркс),
- динаміку інноваційних процесів (Й. Шумпетер),
- великі цикли технологічних нововведень (М. Д. Кондратьєв),
- цінові коливання (М. Фрідман),
- зміни прибутковості інвестицій (Дж.Р. Хікс),
- норми монетарного відсотка (Дж.М. Кейнс), залишки іпотечних заборгованостей [53, с. 13].

Підкреслюючи при цьому, що «кожен із цих досить значущих чинників, взятий уособлено, не може претендувати на виявлення загальних закономірностей циклічного процесу як складного системного явища» [53, с. 13].

Проте, навіть з уточненням змісту поняття «розвиток» із позицій теорії циклічної економіки, визначення співвідношення між економічними розвитком і економічним зростанням є надзвичайно важливим. Очевидно, що означені категорії є взаємопов'язаними та взаємозалежними.

За визначенням Г. Башнянина, В. Загорського та С. Мочерного «економічний розвиток – процес функціонування та еволюції економічної системи в довготерміновому періоді, що відбувається під впливом економічних суперечностей, потреб та інтересів» [21, с. 468]. Узагальнюючи головні властивості економічного розвитку, слід звернути увагу, що економічний розвиток характеризується змінами ринкової та виробничої кон'юнктури, змінами, що відбуваються за тривалий період часу, впродовж якого значну роль відіграють технічні, технологічні, інноваційні та інвестиційні чинники розвитку економіки, а також великий вплив мають чинники ринкової власності та чинники господарського механізму. У процесі економічного розвитку соціально-економічна система переходить від однієї до іншої стадії або етапу. Зокрема відбувається перехід від доіндустріальної до індустріальної, від індустріальної

до постіндустріальної соціально-економічних систем. А також здійснюється перетворення одного стану на інший. Наприклад, від стану перехідної ринкової економіки або економіки, що розвивається, до стану промислово розвиненої або індустріальної економіки, отже економіки високорозвинених країн за типологією Організація Об'єднаних Націй, United Nations [249].

Головними рушійними силами економічного розвитку є:

- матеріальні та духовні інтереси людини, що формуються та розвиваються виходячи з відповідних матеріальних і духовних потреб,
- суперечності економічної системи, серед яких виділяють суперечності продуктивній сил, організаційно-економічних та/або техніко-економічних відносин, економічної власності та господарського механізму.

Основним чинниками економічного розвитку є технічні, технологічні, економічні, соціальні, трудові, демографічні, екологічні, політичні, правові, духовні, географічні, соціально-економічні, інформаційні, інтелектуальні та ін. чинники. Залежно від цих важливих елементів суспільної системи посилюється або послаблюється економічний розвиток.

«Економічне зростання» визначається С. В. Мочерним як критерій економічного розвитку [21, с. 454]. Крім цього у зміст економічного зростання науковець покладає «зростання економічної могутності країни, збільшення обсягів суспільного виробництва і розширення можливостей економіки задовольняти зростаючі потреби населення в товарах і послугах».

З точки зору економічної теорії економічне зростання позначає кількісне і якісне вдосконалення процесу суспільного відтворення в організаційній єдності складових елементів (валового внутрішнього продукту, відносин економічної власності тощо), спрямоване на реалізацію основної мети зростання національного добробуту. Здебільшого мова йде про зростання реального валового внутрішнього продукту країни в певному періоді порівняно з іншим періодом, тобто показника, що демонструє здатність країни реалізувати власні виробничі можливості [111, с. 217]. Це показник визнається досконалішим за показник національного доходу, оскільки національний дохід на відміну від

валового внутрішнього продукту не враховує результати економічної діяльності в сфері нематеріального виробництва [21, с. 454].

Науковці звертають увагу на те, що термін «економічне зростання» є вужчим за поняття «економічний розвиток». Економічне зростання розглядається як критерій економічного розвитку (С. В. Мочерний) та як його структуроутворююча складова (І. Ю. Штулер).

Загалом економічний розвиток є визначальною ознакою процесу постійних економічних змін та еволюції соціально-економічної системи суспільства. Говорячи про економічне зростання, здебільшого мається на увазі кількісний вимір процесу економічного розвитку. Говорячи про економічний розвиток, відбувається опис кількісно-якісних змін, що охоплюють економічне зростання поряд з структурними зрушеннями у відносинах власності, системі поділу праці й зайнятості, політиці формування та розподілу доходів і витрат, соціальній сфері тощо.

Сучасною теорією сформовано декілька основних моделей економічного розвитку. До них належить:

- модель лінійних стадій розвитку (зростання);
- теорія структурних трансформацій;
- теорія зовнішньої залежності;
- неокласична модель вільного ринку;
- теорія ендогенного зростання;
- модель сталого розвитку;
- теорія цифрових трансформацій (табл. 1.4).

Вітчизняні та зарубіжні вчені-економісти внесли істотний внесок у розвиток теорії економічного розвитку та сформували системне бачення можливостей реалізації відповідних моделей.

Комплексні та фундаментальні дослідження [111, 85, 24, ін.], спираючись на праці провідних науковців, зокрема П. Тодаро, В. Ростоу, Г. Камерона, виділили і проаналізували основні моделі економічного розвитку, які, перш за все, тісно пов'язані зі зростанням і прогресом.

До них належать, подані в основній частині табл. 1.4, моделі:

- теорія лінійних стадій розвитку (зростання);
- теорія структурних трансформацій;
- модель зростання нерозвинених країн;
- теорія зовнішньої залежності;
- неокласична модель вільного ринку;
- теорія ендогенного зростання;
- модель постійного (сталого) розвитку;
- теорія цифрових трансформацій.

Таблиця 1.4

Моделі економічного розвитку

Найменування моделі	Зміст моделі
1	2
Теорія лінійних стадій розвитку (В. Ростоу)	Соціально-економічна система в процесі свого розвитку, за умови включення її в світову систему взаємозв'язків, має пройти певні етапи: традиційне суспільство; визрівання передумов для ривка; ривок до самопідтримувального зростання; перехід до технологічної зрілості; ера масового споживання. Головне – базуватись на необхідності накопичення передумов для реалізації прориву (внутрішніх і зовнішніх заощаджень, які можуть накопичити необхідну суму інвестицій і здійснити прискорене економічне зростання)
Теорія структурних трансформацій (модель А. Льюїса, розвинена Х. Ченері)	Структурна трансформація відображає процес переходу між стадіями економічного розвитку. Економіка має два головні сектори (сектор з натуральним сільським господарством і промисловий сектор економіки). Для першого характерні брак кваліфікованої робочої сили, низько-технологічне виробництво, другий має постійну потребу в розширенні та залученні кваліфікованих робітників. Забезпечення взаємозв'язку між секторами і є головним завданням економічної стратегії, яка в умовах інтернаціоналізації має враховувати внутрішні і зовнішні чинники економічного зростання
Модель зростання нерозвинених країн (Р. Нурске, А. Хіршман)	Бідність обумовлена повільнішим зростанням виробництва порівняно із зростанням обсягів споживання. Передбачається інтенсифікувати державне інвестування (до 15 % валового національного доходу) для збільшення попиту на працю, зростання заощаджень та інвестицій, ринкове стимулювання виробництва товарів і послуг
Теорія зовнішньої залежності	Взаємозалежність країн є наслідком залежності колоній від метрополій та від інших розвинених країн, між якими сформовані відносини нееквівалентного торговельного обміну (розвинені країни отримують економічну і технологічну ренту, транснаціональні компанії вилучають ефект масштабу виробництва, експлуатують природні та людські ресурси менш розвинутих країн, через міжнародні фінансові організації впливають на визначення умов надання позик і кредитів)

1	2
Неокласична модель вільного ринку	Заснована на економічну свободу діяльності ринкових суб'єктів, приватизації, міжнародній лібералізації та гармонізації, орієнтує національні економіки на зростаючу відкритість. В наслідок того, що національна відкритість має неоднозначні наслідки для різних країн, що обумовлено рівнем їх самодостатності в аспекті забезпечення відтворювальних процесів, на сьогодні принципово важливим є перехід від моделей відкритої економіки, заснованих на ринковій саморегуляції, до моделей, в яких міжнародна відкритість спирається на діючі регулюючі функції державного управління
Теорія ендогенного зростання	Концепція полягає в орієнтації на внутрішні чинники і господарські механізми, що здатні забезпечити відтворення і розвиток соціально-економічних систем, передбачає залучення в господарський оборот внутрішніх ресурсів, необхідних для старту і підтримки оптимальних темпів економічного зростання у довгостроковій перспективі. Важлива роль при цьому відводиться активній економічній політиці, що покликана сприяти максимальному використанню наявних у країні ресурсів і механізмів для формування національної соціально-економічної системи
Модель сталого розвитку	Міждисциплінарна концепція спрямована на зміну стосунків людини і природи задля розширення можливостей економічного зростання та на створення скоординованої глобальної стратегії виживання людства, орієнтованої на збереження і відновлення природних спільнот. Зв'язок економічного і соціального розвитку з проблемами навколишнього середовища сформулювали ідеї переходу цивілізації до стану «глобальної динамічної рівноваги», що означає стійке співвідношення сил, яке зберігається при втручанні в сучасну і впливі на майбутню соціально-економічну систему
Теорія цифрових трансформацій	Зміна економічного укладу, традиційних ринків, соціальних відносин, державного управління, пов'язана з застосуванням цифрових технологій, структурні зрушення в економіці за рахунок формування ефективніших економічних процесів, забезпечених цифровою інфраструктурою, перехід функції лідируючого механізму розвитку економіки до інститутів, заснованим на цифрових моделях і процесах

Джерело: складено автором за [111, 24, 164, 89, 137, 197, 204, 109, 108]

За висновками дослідників перераховані моделі та теорії адресувалися переважно країнам, що вивільнилися від колоніальної залежності або країнам, що розвиваються [85, с. 54].

Між тим процеси сучасного світу дозволяють стверджувати про формування та динамічне поширення нової моделі, яку, виходячи із змісту практичних змін та чисельних теоретико-методичних узагальнень, можна назвати – «*теорія цифрових трансформацій*». Науковці та практики [11, 112, 208, 188, 155, 251 та ін.] наголошують на тому, що у сучасному світі відбувається потужна цифрова трансформація економіки, під якою розуміється *зміна економічного укладу*,

традиційних ринків, соціальних відносин, державного управління, пов'язана з застосуванням цифрових технологій. Цифрова трансформація економіки супроводжується структурними зрушеннями, обумовленими формуванням ефективніших економічних процесів, забезпечених цифровою інфраструктурою. В наслідок означених змін відбувається перехід функції лідируючого механізму розвитку економіки до інститутів, заснованих на цифрових моделях і процесах.

Як свідчить представлені у табл. 1.4 узагальнення теорія економічного розвитку включає широке коло моделей, сформованих в результаті прагнень збалансувати суперечливі процеси еволюції соціально-економічних систем. Оптимальна взаємодія традиційних і нових факторів, ефективне використання внутрішніх і зовнішніх ресурсів, урахування передумов і постійних змін, що відбуваються в процесі циклічної динаміки середовища, сприяють економічному розвитку окремих компаній і країн в цілому. Сучасний національний економічний розвиток супроводжується кількісними (динаміка економічного зростання) і якісними (структурні та соціальні) трансформаціями. Джерело потенційної стійкості економічного розвитку знаходиться у площині постійного випереджаючого структурного оновлення та сприяння соціальному прогресу.

Визначальний вплив на економічний розвиток здійснюють традиційні фактори виробництва (земля, капітал, праця, підприємництво, технології тощо), порівняно менший – фактори впливу другого порядку (політичні та економічні інституції, форми і типи власності, релігійні та культурні особливості). В процесі дослідження економічних процесів та явищ у короткостроковому періоді значну роль відіграє перша група чинників. Чинники цієї групи є найвпливовішими та головними, а також порівняно легко піддаються кількісному аналізу. Друга група чинників створює загальні передумови та формує своєрідне середовище для реалізації головних чинників економічного розвитку.

В теорії економічного розвитку пропонується декілька економетричних моделей, що на формальному рівні описують досліджуваний процес. При декомпозиції економічного зростання виконується аналіз властивостей виробничих функцій. Виробничі функції є базовим елементом математичного

апарату моделювання соціально-економічних систем різного рівня (від компаній до національних економік) і є математичними моделями досліджуваних об'єктів типу чорного ящика, що описують залежність випуску продукції від факторів виробництва в припущенні їх раціонального використання [12, с. 4]. Виробничі функції спрощено описують складний об'єкт на основі виділення найбільш істотних (для конкретного дослідження) показників, що мають кількісний вимір, і встановлення конкретного функціонального зв'язку, який, за припущенням, існує між витратами факторів виробництва і випуском.

Двохфакторна виробнича функція має вигляд $Y = f(K, L)$, де Y – обсяг випуску продукції (кінцевий продукт, валовий внутрішній продукт); f – функція; K – капітал, що використовується в процесі виробництва (основні виробничі фонди основний капітал); L – витрати праці (робоча сила – витрати часу або заробітна плата), значення всіх змінних невід'ємні. Економічний зміст двухфакторної моделі накладає обмеження на математичні властивості функції, що має бути додатною і зростаючою по кожному аргументу в області визначення функції або її підобласті, яка має назву економічною областю.

Виробнича функція $Y = \gamma K^{\alpha} L^{\beta}$ і її окремий випадок $Y = \gamma K^{\alpha} L^{1-\alpha}$, де $0 < \alpha < 1$, отримала назву функції Кобба-Дугласа і широке застосування економістами для математичного моделювання функціонування та розвитку соціально-економічних систем. Важливе економічне значення у виробничій функції Кобба-Дугласа мають показники ступеня α , β , що описують значення еластичності обсягу кінцевого продукту до витрат ресурсів K і L . Збільшення значення фактору K (номіналу) на 1 % призводить до збільшення кінцевого продукту на α %, а збільшення на 1 % витрат праці (фактор L) – до збільшення обсягу продукції на β % або на $(1-\alpha)$ % відповідно до вищенаведеної формули [111, с. 217].

Згідно із класичною економічною теорією одним із найголовніших факторів економічного розвитку є земля, проте динамічні зміни пов'язані з впливом іншого фактору – розвитку техніки і технологій. Організаційні та технологічні інновації визначають верхню межу економічних досягнень та в

кілька разів підвищують продуктивність праці. Кінець ХХ ст. привернув до себе увагу ще одного фактору економічного розвитку – стану довкілля.

Наявність означених факторів впливу безперечно, відповідно економетрична модель економічного розвитку формалізує взаємозв'язок між факторами та результативним показником через багатофакторну виробничу функцію [12, с. 34; 111, с. 217] типу $Y = f(K, L, T, X, N)$, де Y – обсяг випуску продукції; f – функція; K – капітал, що використовується в процесі виробництва; L – витрати праці; T – техніка, технологія; X – суспільні інституції; N – довкілля.

Означена функція демонструє, що сукупність факторів економічного розвитку охоплює базові природні чинники та чинники, створені людством, завдяки оптимальному поєднанню яких формуються надійні засади для сталого економічного зростання. Навпаки, розбалансованість механізмів поєднання різних за своєю природою і за впливом факторів економічного розвитку, спричиняє економічні ускладнення та обумовлює циклічне виникнення кризових явищ.

Прослідковуючи взаємозв'язок економічного зростання компаній та економічного зростання країн, саме компанії можна поцінувати як ключовий фактор і рушійну силу розвитку національних економік.

Як вже відмічалось, найбільш адекватно економіку характеризує такий індикатор, як Валовий внутрішній продукт (ВВП). ВВП являє собою суму доданої вартості, виробленої і спожитої населенням країни [177, с. 9]. Якість виробництва і рівень матеріального життя відображає питоме значення ВВП, що припадає на душу населення. Оскільки ВВП являє одночасно створену і реалізовану продукцію, відносний показник ВВП розглядається як міра ефективності економіки і міра добробуту суспільства.

Визначення ВВП як показника, що характеризує сукупний дохід, було офіційно затверджено в 1953 р. в системі ООН, коли було уніфіковано базові «валовий продукт» і «національний дохід». У 1968 р і в 1993 р були прийняті уточнення, доповнені і деталізовані версії цих документів. В Україні розрахунок ВВП здійснювався з середини 90-х в наслідок переходу від статистики Балансу народного господарства (БНГ) до прийнятої в усьому світі системи національних

рахунків (СНР). На початку 1995 р., Міністерство статистики України завершило розробку національних рахунків України згідно з концепцією затвердженою ООН у 1993 р.

Для розрахунку ВВП застосовується три можливих методи:

- за доданою вартістю (виробничий метод),
- за доходами (розподілений метод),
- за витратами (метод кінцевого використання).

Виробничий метод (за доданою вартістю) передбачає визначається ВВП як різницю між випуском товарів і послуг та проміжним споживанням, або як сума доданих вартостей, що створюються у всіх галузях економіки. Поняття «валова» в даному випадку вказує на те, що показник включає спожиту в процесі виробництва вартість основного капіталу, що не входить до складу проміжного споживання, – амортизацію. У формуванні доданої вартості беруть участь компанії, домогосподарства та держава, при цьому в країнах з ринковою економікою основна частина ВВП створюється в саме приватному секторі.

Розподілений метод розрахунку ВВП (за доходами) ґрунтується на сумі первинних доходів, отриманих в процесі виробництва всіма інституційними одиницями, згрупованими в сектора економіки. В такому разі ВВП включає заробітну плату, прибуток та амортизацію. Крім цього до вказаної суми додається: орендна плата, процентні платежі, доходи власників, непрямі податки.

За методом кінцевого споживання (за витратами) розрахунок ВВП передбачає підсумовування витрат всіх інституційних одиниць на кінцеве споживання, валове нагромадження і чистий експорт. Подібний підхід за традиційно представляє ВВП як суму кінцевого споживання, інвестицій та чистого експорту. Кінцеве споживання включає витрати на кінцеве споживання домашніх господарств, некомерційних організацій, що обслуговують домашні господарства, і установ державного управління (державні закупівлі товарів і послуг). Інвестиції є валовим нагромадженням основного капіталу, а також чистим придбанням (надходження мінус вибуття) резидентами товарів і послуг, вироблених, але не спожитих в поточному періоді. Чистий експорт являє собою сальдо експортно-імпортних операцій.

Сучасну економіку на найвищому рівні абстракції зазвичай представляють як взаємодію домогосподарств (мешканців країни) і бізнесу (компаній), що реалізується шляхом ринкового обміну [17, с. 18]. Основоположник теорії фірми, Нобелівський лауреат Р. Коуз зазначає, що «в сучасній економічній теорії фірма є тією організацією, яка перетворює вихідні ресурси на кінцевий продукт» [140]. У загальному вигляді сукупний попит на кінцеві товари і послуги представлений домогосподарствами, а сукупна пропозиція – компаніями (фірмами). Компанії (фірми) залучають і переробляють виробничі ресурси, реалізують готову продукцію та в процесі економічної діяльності перетворюють вихідну продукцію в кінцеву.

Різниця між вартістю реалізованої та придбаної продукції становить додану вартість. Додана вартість (Value Added, VA) являє собою соціально-економічну форму додаткового продукту в умовах розвинених товарно-грошових відносин [21, с. 357]. За визначенням А. Хейса термін «додана вартість» описує економічне зростання – додаткові функції або економічну цінність, що компанія надає своїм продуктам або послугам, перш ніж пропонувати клієнтам [179]. Структура вартості реалізованої компанією продукції, унаочнена І. В. Денисовим, представлена на рис. 1.4.

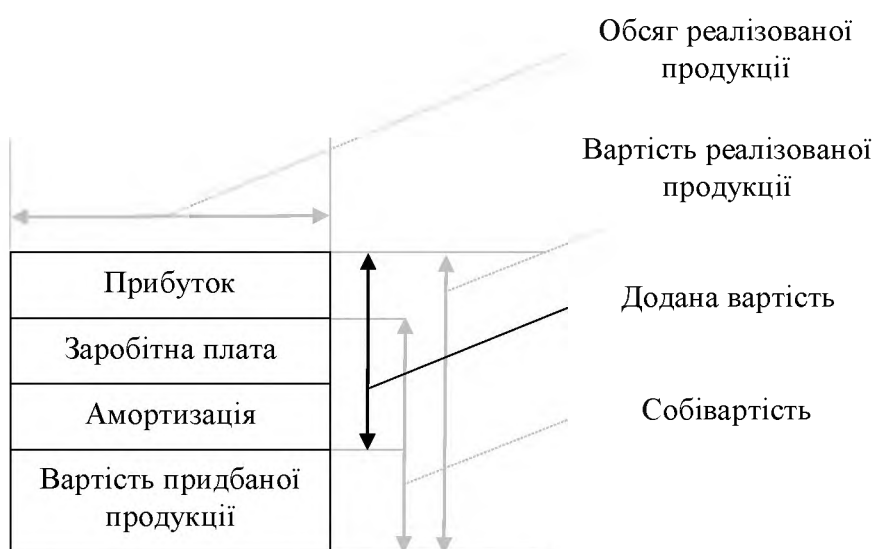


Рис. 1.4. Структура вартості реалізованої компанією продукції

Джерело: [17, с. 18]

Розглядаючи компанії як основну частину економічної системи, І. В. Денисов пропонує певну декомпозицію, відповідно до якої подає ВВП в вигляді добутку множини компаній і створеної ними доданої вартості, тобто як $ВВП = N \cdot X$, де N – кількість компаній в країні; X – середня величина доданої вартості. Тим самим пов'язуючи зростання ВВП з фактором збільшення кількості компаній і фактором нарощування обсягу новостворюваної продукції.

З дослідження зв'язку між загальним числом компаній та економічним розвитком слідує, що збільшення кількості компаній супроводжує зростання ВВП, при цьому означена залежність нелінійна і приховує в собі якісні зміни, що відбуваються в компаніях зокрема та в секторах економіки в цілому. В такому випадку за умови не лінійності зв'язку проблема стимулювання підвищення ефективності компаній є одним з основних завдань державної економічної політики на довгострокову перспективу.

Компанія (фірма), як підкреслює Ж. Тіроль, є головною дійовою особою сучасної ринкової економіки [239, 100]. Дослідження компаній як економічного феномена і одного з провідних суб'єктів ринкових відносин сприяло формуванню теорій, що стали одним провідних напрямків сучасної економічної науки. Теоретичні підходи, концептуальні положення та моделі, що розглядають поведінку компанії (фірми) при вирішенні питань максимізації прибутку, збільшення обсягу випуску, економічного розвитку, отримали назву «теорія фірми» (Theory of the Firm).

Динамізм економічного життя, інтенсифікація наукових досліджень з проблематики економічного феномену фірми обумовили необхідність класифікації різноманітних теоретичних підходів. Науковці звертали увагу на роботи, у яких підняті питання створення таких класифікацій, що представляють помітний інтерес і сьогодні та надають можливість формування власної позиції [69, 58, 73, 158, 126]. Серед запропонованих класифікацій викликає науковий інтерес подання фундаментальних теорій О. Фавро [158, 126], розвинене Є. В. Поповим [73].

О. Фавро пропонує розташувати теоретичні моделі та підходи у координатах «внутрішній ринок – зовнішній ринок» та «реальна раціональність рішень – процедурна раціональність рішень» (рис. 1.5).

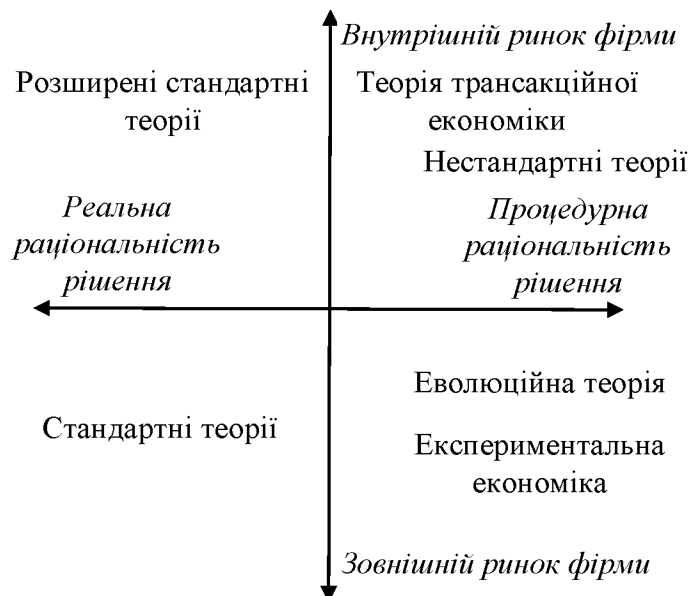


Рис. 1.5. Класифікація теорій фірми за О. Фавро

Джерело: сформовано автором за [126, 158]

За таких критеріїв стандартні економічні теорії фірми, що базуються на раціональній поведінці індивіда (вираженій в максимізації цільової функції) і координації індивідуальної поведінки через ринкові відносини, отже загалом зорієнтовані на теорії загальної рівноваги, займатимуть південно-західний квадрант. Розширені стандартні теорії, які спираються на критерій реальної раціональності (максимізацію суб'єктивної очікуваної корисності) та аналіз внутрішнього середовища, розташовуються у північно-західному квадранті. До розширених стандартних теорій О. Фавро відніс:

- теорію стимулів і контрактів, моделі внутріфірмових трансакцій, теорію агентських відносин,
- моделі ефективної зарплати на ринку праці, моделі взаємозалежності між ціною та якістю продукту, моделі інформаційної економіки,
- моделі інсайдерів / аутсайдерів,
- моделі угод та інститутів в межах теорії ігор.

Теорію трансакційної економіки, яка ґрунтується на тезі обмеженої раціональності економічної діяльності, було розташовано у північно-східному квадраті ближче до межі із північно-західним квадрантом. В центрі північно-

східного квадрату розташовано нестандартні теорії, що не дотримуються обох критеріїв. До нестандартних теорій віднесено:

- теорії організаційних досліджень,
- моделі X-ефективності та конвенції,
- моделі індустріально-ринкового суспільства і моделі монетарної економіки.

У південно-західний квадрант потрапляють теорії експериментальної економіки, еволюційної теорії та імітаційного моделювання.

За висновками дослідника слідує, що теоретичні положення становляться реалістичними за умови дотримання обох критеріїв, тобто економічні агенти мають керуватись як індивідуальними, так і колективними (процедурними) рішеннями, а взаємовідносини слід будувати як під впливом зовнішньої ринкової, так і під впливом внутрішньої фірмової взаємодії. Очевидно, що у такій інтерпретації компанія розглядається як відкрита соціально-економічна система.

У розвиток означеної класифікації Є. В. Поповим було запропоновано додати прикладні теорії суб'єктів господарювання. Така позиція була обґрунтована тим, що найпростіша класифікація за рівнем узагальнень поділяє дисципліни економіки на фундаментальні та прикладні. Фундаментальні теорії, в свою чергу, – на інституціональні (контрактні) і технологічні (неконтрактні), останні за історичною ознакою диференціюються на неокласичні та альтернативні.

Цілком погоджуючись з пропозицією Є. В. Попова, слід додати, що саме прикладні теорії, концепції, моделі, є важливою складовою подальшого розвитку фундаментального теоретичного базису. Класифікаційною складовою, що є гнучкою і динамічною за своєю природою, своєрідним середовищем апробації загальнотеоретичних положень і побудованого на його засадах інструментарію. Очевидно, що ті підходи, що містить прикладна складова, сформовано на засадах фундаментальних теорій фірми, проте їхня внутрішня диференціація не дозволяє відбудувати чітку спадкоємність тих або інших положень. З позицій гнучкості запропонованої класифікації саме у практичну частину можна додати теоретико-підходи, сформовані на засадах ціннісно-орієнтованого управління, тим самим розширюючи погляд на розподілення різновидів у загальній теорії фірми (рис. 1.6).



Рис. 1.6. Класифікація теорій фірми

Джерело: запропоновано автором у розвиток [126, 158, 73]

Теорія ціннісно-орієнтованого управління в контексті ефективного функціонування та економічного розвитку компанії, концентрує методологію на питанні капіталізації бізнесу, тобто зростанні його цінності для власників (акціонерів) та/або інших стейкхолдерів, що забезпечується проникненням ціннісної ідеології або формуванні ціннісного мислення на всіх рівнях менеджменту.

Слід зауважити, що розподіл окремих теорій за групами не має жорсткого характеру та відрізняється у окремих дослідників, як втім і самі назви класифікаційних груп. Така невизначеність є наслідком тривалого і очевидно ще

незавершеного еволюційного шляху концептуальних підходів використовуваної теорії з урахуванням фокусування на різних сторонах ідентифікації, моделей поведінки і особливостей прийняття рішень з позицій власників (акціонерів), інших зацікавлених сторін (стейкхолдерів), що мають або можуть мати інтерес до результатів діяльності компанії, а також з урахуванням відповідальності менеджерів.

1.3. Сучасні тенденції економічного розвитку транспортних компаній

Системо утворюючим фактором реалізації довгострокової стратегії економічного розвитку країни є ефективне регулювання соціально-економічних процесів з розробкою дієвих політичних заходів досягнення масштабних економічних, соціальних та екологічних цілей. Україна знаходиться в процесі перманентних та, у переважній більшості, послідовних трансформацій. Середовище нової реальності та пост пандемічні умови, посилюючи прояв кризових явищ, сприяють швидкому поширенню інновацій, трансформації бізнес-середовища, удосконаленню підходів до регулювання соціально-економічних процесів.

Як свідчать теоретичні і прикладні дослідження та світова практика потужним двигуном локального і національного економічного зростання є підприємництво, яке за своєю природою призначено, а отже і передбачає одержання прибутку та створення вартості (у вигляді економічної та, можливо, соціальної цінності). Підприємництво являє собою процес розробки, запуску та ведення нового або розвиток існуючого бізнесу (переважно інноваційний, заснований на ризику). Підприємницька активність важлива для малого або середнього бізнесу і є потужним фактором економічного розвитку великих компаній, що мають і використовують можливість перетворення винаходів або технологій в продукти та послуги. У підсумку підприємництво впливає на добробут суспільства, просуває важливі інновації, необхідні не лише для використання нових обставин, підвищення продуктивності та створення робочих місць, а й для вирішення суспільних проблем, зокрема пов'язаних із досягненням цілей сталого розвитку [119] або з економічною хвилею, обумовленою

пандемією COVID–2019. Створення сприятливих умов для підприємництва має центральне значення для багатьох країн в доступному для огляду майбутньому. При цьому для прийняття відповідних рішень використовуються надійні та достовірні дані, що дозволяють надати порівняльну оцінку розвитку підприємництва, обрати дієві заходи, що стимулюють стійкі форми підприємництва і сприяють розвитку здорових підприємницьких екосистем. У цьому контексті заслуговують на увагу такі глобальні системи оцінювання як міжнародний рейтинг Світового банку Doing Business (DB) [149] та глобальний рейтинг Global Entrepreneurship Monitor (GEM) [172].

На даний час Україна може лише спостерігати за формуванням причинно-наслідкових зв'язків між зміною підприємницької активності та рівнем соціально-економічного розвитку інших країн без безпосереднього залучення у глобальні процеси порівняння за глобального моніторингу підприємництва GEM (у формуванні бази даних Global Entrepreneurship Monitor не охоплює Україну). Але за рейтингом Doing Business таке зробити можливо, відповідно можливо дослідити якість та оцінити потенційний вплив на розвиток національної економіки чинних правил регулювання. Питання полягає лише у тому наскільки зміна позиції України у рейтингу фактично відображає характер та інтенсивність соціально-економічних реакцій, а також у тому якими є ключові фактори розвитку компаній, а отже ключові фактори макроекономічного розвитку, в сучасній глобалізованій та інноваційній економіці.

Відповідно, по-перше, виникає необхідність перевірки припущення, що рівень підприємницької активності лише частково залежить від створених умов ведення бізнесу, і значним чином обумовлюється впливом інших факторів, по-друге, в результаті такої перевірки через теоретичний проблемо зорієнтований пошук мають бути виявлені ключові факторів економічного розвитку компаній, що функціонують у сучасному бізнес-середовищі.

Свідченням сталого і безперервного зняття бар'єрів для заняття бізнесом, що обумовлює поступове пришвидшення зростання значень показників, комплексно підсумовуючих результати діяльності компаній та демонструючих

масштаб і дієвість змін, є динаміка інтегрального параметра, що визначає позицію України за міжнародним рейтингом Світового банку Doing Business. Провідне видання The World Bank Group «Doing Business 2020», 17-те в серії щорічних досліджень, в яких оцінюються нормативні акти, що сприяють або стримують підвищення ділової активності, представляє кількісні показники регулювання підприємницької діяльності та захисту прав власності, порівнювані в 190 країнах. За даними звітів останнього десятиріччя (2011–2020 рр.) Україна зміцнила свої позиції майже у 2,3 разів [149]: якщо у 2011 р. займала лише 147-ме місце, при цьому у 2012 р. зсунулась навіть до 149-го, то вже у 2016 р., тобто через п'ять років змістилась на 83-тє (порівнюючи рейтинги мова йде по зміцненню позицій в 1,8 разів), а у 2020 р., тобто через десять років, зайняла 64-те місце (рис. 1.7). Зважаючи, що мова йде про оцінювання 190 країн, у 2020 р. Україна потрапила з останньої третини у першу третину рейтингу.

Зазначені тенденції демонструють дійсно вагомий результат багаторічної праці та системних трансформацій регуляторного контексту бізнес-середовища.

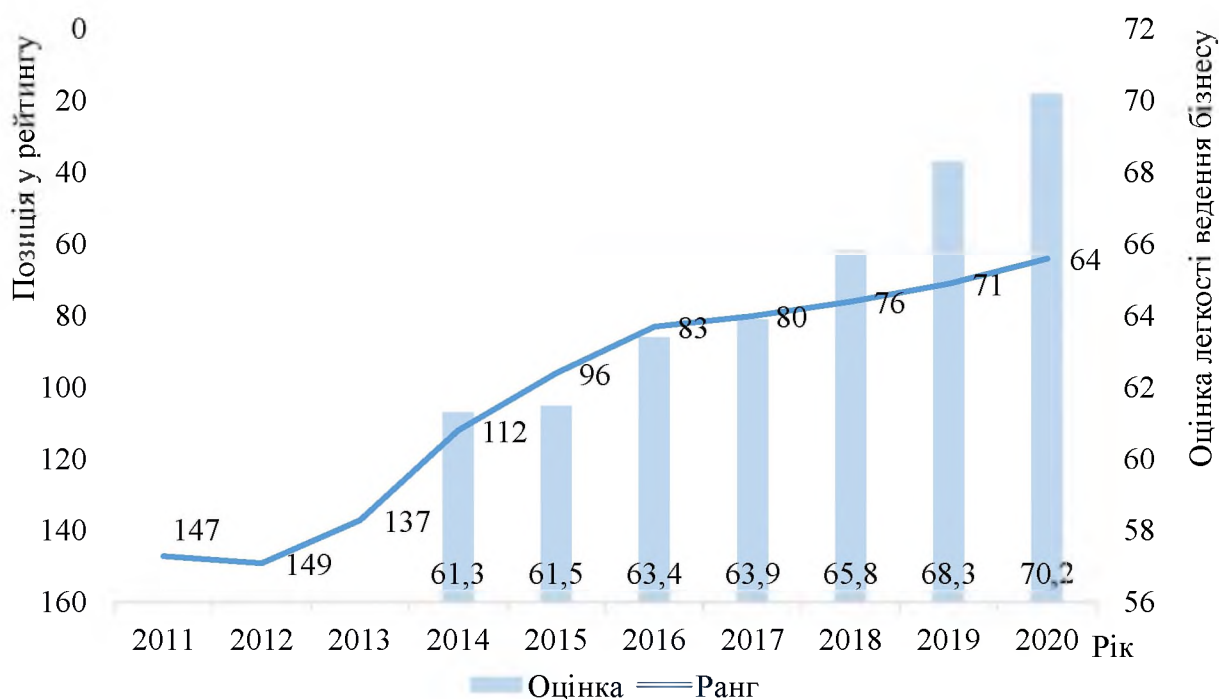


Рис. 1.7. Оцінка легкості ведення бізнесу та зміна позиції України у 2011–2020 рр.

Джерело: складено автором за даними [149]

Проте, на жаль, таке радикальне поліпшення умов для ведення бізнесу не привело до істотного зростання кількості суб'єктів господарювання в цілому та фізичних осіб підприємців зокрема.

За даними Державної служби статистики України протягом дев'яти років (2011–2019 рр., [19]) кількість суб'єктів господарювання було збільшено лише на 14,1 %, а кількості фізичних осіб підприємців – на 17,7 % (рис. 1.8).



Рис. 1.8. Показники динаміки кількості суб'єктів господарювання і позиції України у рейтингу Doing Business у 2011–2020 рр.

Джерело: складено автором за даними [149, 19]

Крім цього у зазначений період спостерігались синусоїдо подібні коливання показників. Роками досить різкого зменшення числа підприємств стали 2012 р., у якому порівно із 2011 р. кількість усіх суб'єктів господарювання скоротилося на 6,0 %, а число фізичних осіб підприємців на 6,8 % та 2016–2017 рр. У 2016 р. значення показників порівняно із 2015 р. зменшились відповідно на 5,5 % і 4,4 %. У 2017 р. порівняно із 2016 р. відбулося падіння ще на 3,2 % і 5,9 %. Загалом за два

роки припинила свою діяльність майже десята частина підприємств (8,6 %) і понад десятої частини фізичних осіб підприємців (10,1 %), хоча у порівнянні із 2011 р. кількість суб'єктів господарювання ще була більшою і становила 106,1 % і 110,6 %.

Вказані періоди спаду ділової активності корелюють із змінами позиції України у рейтингу Doing Business. 2012 р. став роком відступу України на два пункти назад (з 147 місця до 149 місця). А у 2016–2017 рр. просування у рейтингу було загальмовано. Якщо у період 2014–2015 рр. Україна просувалась в середньому на 20,5 пунктів (на 25 позицій у 2014 р. та потім на 16 позицій у 2015 р.), то у 2016–2017 рр. спостерігалось переміщення в середньому лише на 8 пунктів на рік (на 13 позицій у 2016 р., а у 2017 р. взагалі тільки на 3 позиції).

Аналіз темпів зростання кількості суб'єктів господарювання за видами економічної діяльності (рис. 1.9, 1.10) дозволяє переконатися, що найсприятливіші ринкові умови макроекономічного та політичного характеру були сформовані для підприємств, що розвиваються у таких сферах як:

- інформація та телекомунікації (J), за 2011–2019 рр. кількість господарюючих суб'єктів у цій сфері зросла практично у п'ять разів – на 377,2 %;
- постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря (D), де кількість суб'єктів господарювання збільшено практично у чотири рази – на 268,8 %;
- операції з нерухомим майном (L), де відбулося понад ніж три разове зростання – на 206,6 %;
- освіта (P), у сфері якої кількість суб'єктів господарювання подвоїлась – зросла на 139,0 %, і
- охорона здоров'я та надання соціальної допомоги (Q) з також подвоєним, але у меншому ступені, збільшенням числа господарюючих суб'єктів – на 107,9 %.

Ці сфери формують п'ятірку лідерів за означеним критерієм та демонструють гарну динаміку розвитку, порівнювану із динамікою позицій України у рейтингу Doing Business. Видами економічної діяльності, по яких взагалі кількість підприємств було зменшено, стали:

- транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність (H), число суб'єктів господарювання скоротилась на 3,7 %;

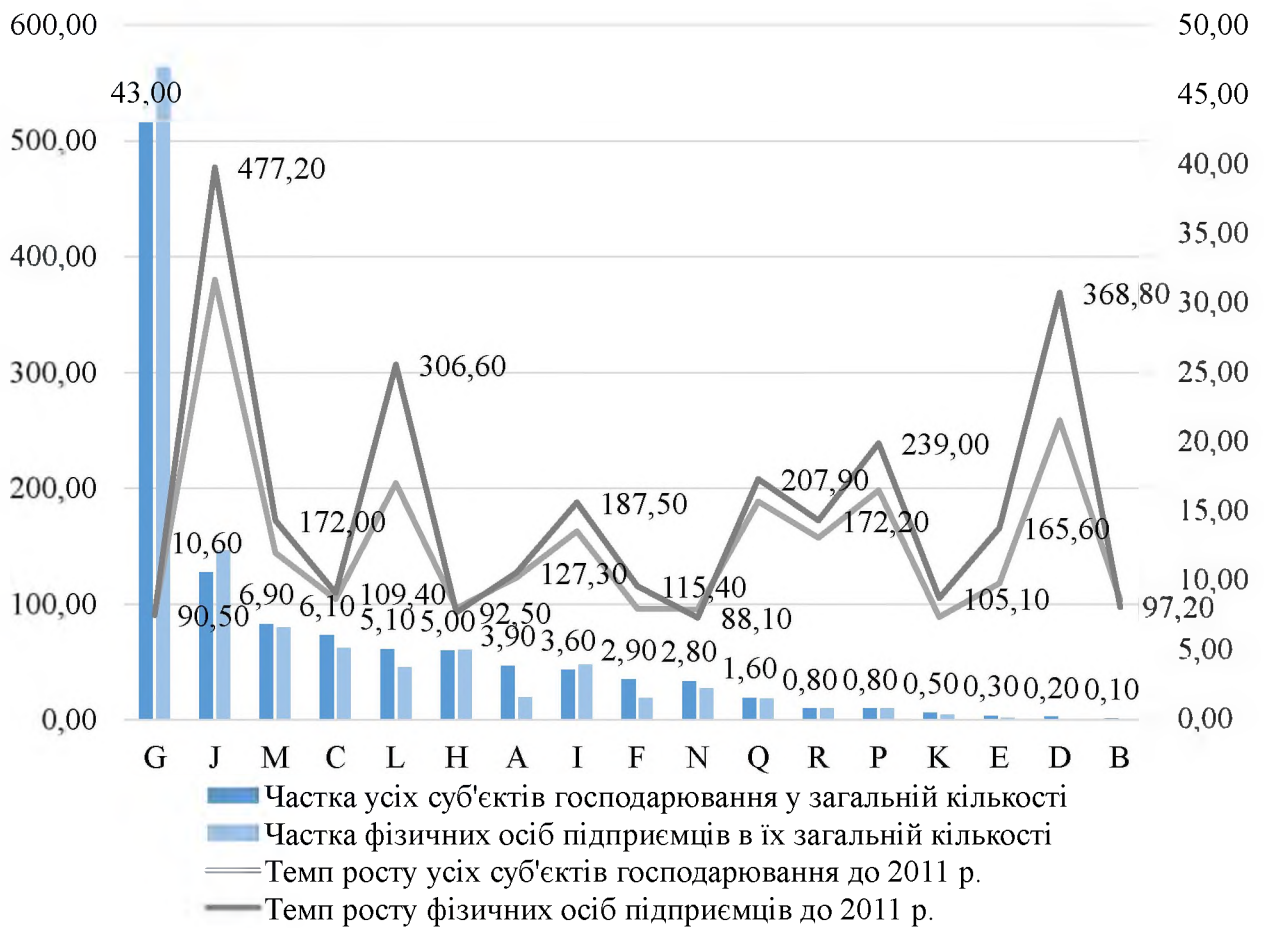


Рис. 1.9. Розподіл видів економічної діяльності за кількістю суб'єктів господарювання у 2019 р., %

Джерело: складено автором за даними [19]

Примітки до рис. 1.9, 1.10: G – Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів; J – Інформація та телекомунікації; M – Професійна, наукова та технічна діяльність; C – Переробна промисловість; L – Операції з нерухомим майном; H – Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність; A – Сільське господарство, лісове господарство та рибне господарство; I – Тимчасове розміщування й організація харчування; F – Будівництво; N – Діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування; Q – Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги; R – Мистецтво, спорт, розваги та відпочинок; P – Освіта; K – Фінансова та страхова діяльність; E – Водопостачання; каналізація, поводження з відходами; D – Постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря; B – Добувна промисловість і розроблення кар'єрів

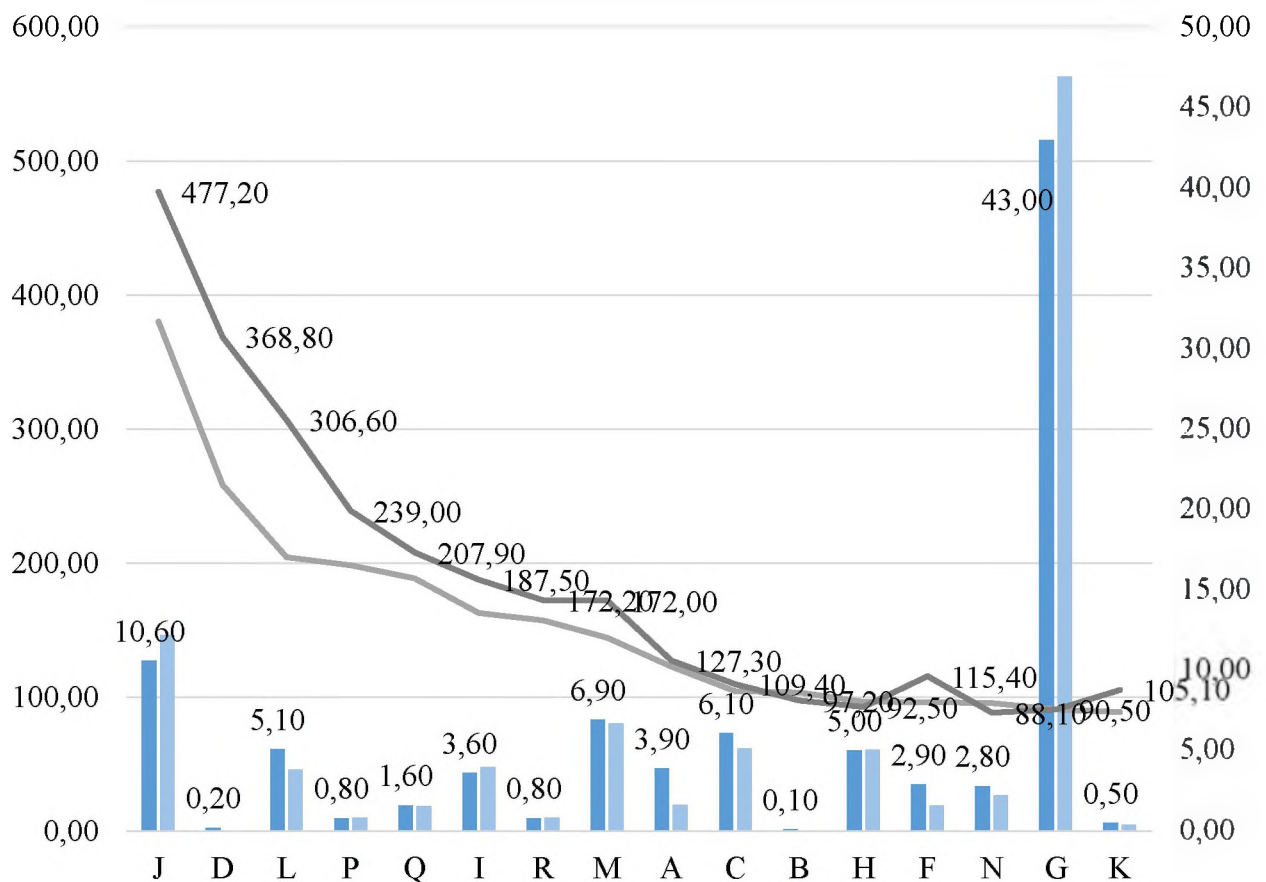


Рис. 1.10. Розподіл видів економічної діяльності за темпами росту кількості суб'єктів господарювання у 2019 р., %

Джерело: складено автором за даними [19]

- будівництво (F), по якому відбулося скорочення на 4,0 %;
- діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування (N), де зменшення господарюючих суб'єктів склало 4,6 %;
- оптова та роздрібна торгівля, ремонт автотранспортних засобів і мотоциклів (G), в сфері якої припинили своє функціонування 9,5 % суб'єктів;
- фінансова та страхова діяльність (K), де число господарюючих суб'єктів стало менше на 11,3 %.

Вказані види економічної діяльності потрапили до п'ятірки, що на жаль не демонструє потенціалу для подальшого розвитку за досліджуваним критерієм за інших рівних умов. Як наслідок цілком обґрунтовано стверджувати, що крім відсутності бар'єрів і перешкод, які за їх наявності стають негативними

стимулами розвитку, а при послабленні та/або усуненні обумовлюють підвищення ділової активності, для заняття бізнесом надзвичайно важливою є потенційна віддача, тобто вигода, яку з великою вірогідністю отримують власники, інвестори та інші стейхолдери, що формує вагомий позитивний внутрішній стимул подальшого зростання економічної діяльності та здійснює вагомий внесок у процеси прискорення економічного розвитку в цілому.

Практика показує, що український підприємець, який прагне продати свою компанію або залучити інвестиційні ресурси для здійснення капіталовкладень, може розраховувати на суму в кілька разів меншу, ніж підприємець розвинених країн (країн Європейського Союзу, США, тощо) та навіть ряду країн, що розвиваються. Незважаючи на те, що така ситуація суттєво стримує підприємницьку діяльність, проблемі недостатніх можливостей продажу або капіталізації через порівняно невисоку вартість компанії у теоретико-прикладних дослідженнях і наукових дискусіях приділяється набагато менше уваги, ніж проблемі державного та/або регіонального регулювання соціально-економічних процесів [33].

Крім того означена проблема нерідко сприймається як певна іманентна особливість сучасного етапу соціально-економічного розвитку країни, даність, властивість національного ринку, наслідок об'єктивних макроекономічних і геополітичних складнощів, особливо що спостерігаються в останні роки. При цьому потенційна віддача переважно розглядається через призму поточної ефективності господарської діяльності та у практиці багатьох підприємств у більшості випадків ґрунтується на ретроспективних дослідженнях, тим самим звужуючи можливості ціннісно-орієнтованого і ціле спрямованого управління.

Питання пошуку нових стратегій і методів управління особливо актуально для компаній, які, з одного боку, не належать до галузей, що в нових умовах швидко розвиваються та гнучко реагують на можливості бізнес-середовища, і які, з іншого боку, у своїй загальній сукупності формують стратегічний інфраструктурний базис стабільного існування та сталого розвитку національної економіки в цілому (зокрема мова йде про транспортні компанії). Для таких суб'єктів господарювання для підвищення інвестиційної привабливості, конкурентоспроможності та сталої

роботи на ринку критично важливо по новому формувати систему управління поточним функціонуванням і стратегічним розвитком.

У числі концепцій все більшого визнання отримує концепція ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком компанії [90, 141, тощо], в основі якої знаходиться розуміння того, що для власників, інвесторів та інших зацікавлених сторін важливо забезпечити максимальний рівень добробуту, що у підсумку ідентифікується через цінність компанії. Для власників (акціонерів) компанії мова йде про зростання фінансових результатів від експлуатації об'єктів володіння з підвищенням ринкової вартості бізнесу. Для інвесторів вирішальне значення має надійність і вигідні умови вкладення коштів. Для споживачів найважливішим є якість товарів і послуг та надійність партнерських зв'язків. Для соціуму – соціально відповідальний бізнес. В рамках процедур управління цінністю створюється можливість максимально врахувати та узгоджувати все різноманіття представлених інтересів.

Крім того цінність окремої компанії важлива і у формуванні загальних ланцюгів цінності та, як наслідок, для соціально-економічного розвитку країни і навпаки (рис. 1.11).

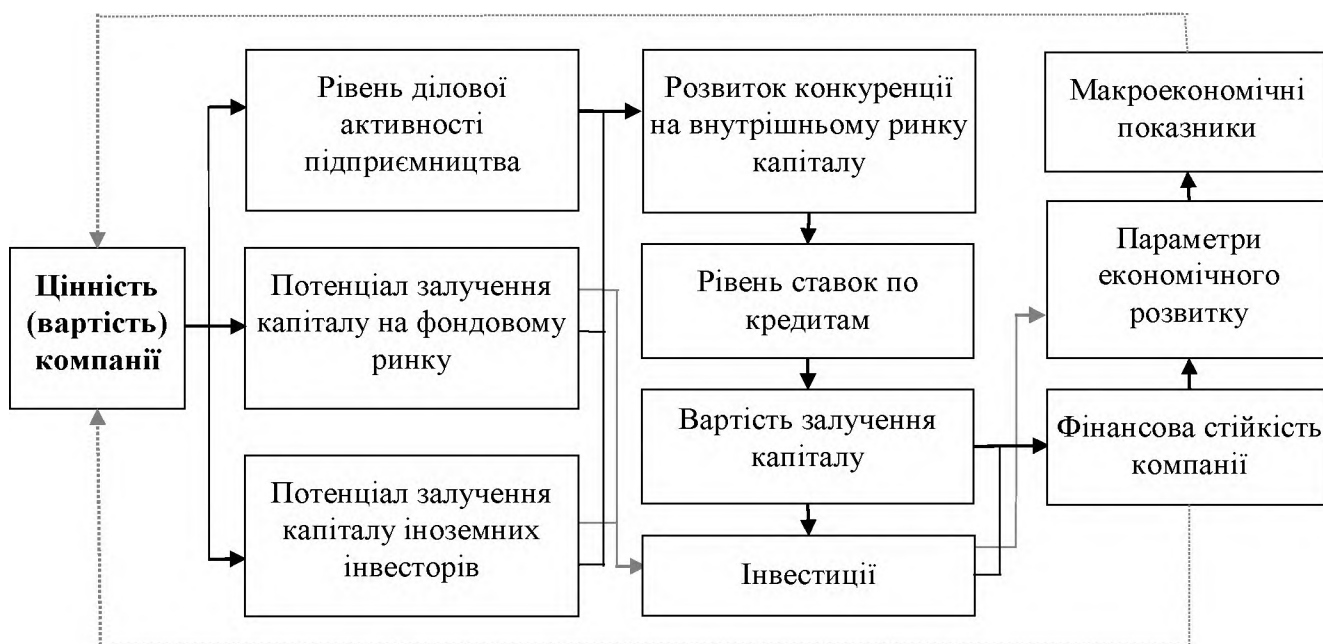


Рис. 1.11. Циклічний ланцюг факторів економічного розвитку

Джерело: розроблено автором

По-перше, невисока вартість бізнесу по відношенню до фінансових показників економічної діяльності компанії знижує стимули до підприємницької активності. Менеджмент, обмежений при виборі альтернатив, не прагне приймати нестандартні, інноваційні, а отже ризиковані рішення, тим більше, що навіть при успішній і економічно вигідній реалізації окремого проєкту або заходу сукупний кінцевий результат малопривабливий. Вірно і зворотне.

По-друге, завдяки високим значенням параметрів вартості створені можливості спонукають до мінімізації зобов'язань регулярного звітування перед новими акціонерами і дотримання вимог регулятора та стимулюють сформованих (під впливом наявних внутрішніх стимулів) підприємців залучати капітал на фондовому ринку та у іноземних інвесторів.

По-третє, за наявності широких альтернатив формування фінансових ресурсів компанії, банки перестають бути основним, точніше навіть єдиним, джерелом запозичення грошових коштів, підвищується рівень конкуренції на внутрішньому ринку, зменшуються ставки по кредитах, що у підсумку обумовлює зниження вартості залучення капіталу і загалом пожвавлює процеси інвестування, а отже прискорює локальний економічний розвиток.

По-четверте, порівняно невисока вартість капіталу і навпаки висока вартість бізнесу збільшує кількість інвестиційних проєктів прийнятих до фінансування. Навпаки, у випадку відсутності доступу до стороннього капіталу розмір інвестицій обмежений і компанія змушена орієнтуватися виключно на власні фінансові ресурси, у тому числі одержаний від поточної економічної діяльності та/або накопичений прибуток. Практика переважного самофінансування, з одного боку, обумовлює високий рівень фінансової незалежності підприємств, з іншого, призводить до формування від'ємного чистого оборотного капіталу. В будь-якому випадку (позитивному або негативному розвитку подій) означені процеси впливають на фінансову стійкість компанії.

По-п'яте, дефіцит інвестицій, стримуючи економічний розвиток, в свою чергу, уповільнює зростання ВВП. Обмежені можливості по залученню капіталу

на фондовому ринку знижують фінансову стійкість компаній, підвищують ризик і збільшують ймовірність подальшої держаної підтримки.

Як свідчать результати проведених науково-прикладних досліджень, зняття законодавчих бар'єрів для ведення бізнесу, а отже поліпшення позицій в рейтингу Doing Business, не здійснює вирішального впливу на рівень оцінки компаній. Втім як і на збільшення кількості суб'єктів господарювання. Говорячи про Україну, слід звернути увагу, що навіть на ринках, що розвиваються, незважаючи на не сприятливий ділової та податковий клімат і зовнішньо-політичну ситуацію, оцінка компаній може бути значно вищою порівняно із оцінкою вітчизняних суб'єктів господарювання.

Створення сприятливої регуляторної системи є базовим, але не виключним фактором економічного розвитку в умовах глобалізованої та інноваційної економіки. Як наслідок поліпшення законодавчих умов і зняття багатьох формальних перешкод не завжди приводить до значимого економічного зростання та збільшення внеску бізнесу у ВВП, а отже не обов'язково обумовлює прискорення соціально-економічного розвитку.

У сучасному світі компанії, що прагнуть до успіху мають відмовитися від індустриальних моделей управління, спрямованих на налагодження довгострокового масового виробництва та виготовлення великих партій стандартизованої продукції. Бізнес-середовище, у якому через переваги споживачів і конкуренцію виробників перманентно змінюються умови ринку та все більше персоналізується пропозиція, вимагає від суб'єктів господарювання створення додаткових цінностей.

Збільшення цінності бізнесу передбачає необхідний пошук рішень, орієнтованих на підвищення ефективності функціонування компанії та загалом обумовлює необхідність застосування ціннісно-орієнтованого управління. Ціннісно-орієнтоване управління ґрунтується на розумінні необхідності забезпечити максимальний рівень добробуту власників, інвесторів та інших зацікавлених сторін, спряє формуванню загальних ланцюгів цінності та, як наслідок, важливо для економічного розвитку компанії та соціально-економічного розвитку країни.

У сучасній науковій літературі та нормативних документах поняття «транспортна компанія» не має чіткого визначення. Категорія широко використовується у теорії та практиці, зокрема в юридичних назвах суб'єктів господарювання, проте ні законодавча база, ні нормативні документи, ні теоретичні дослідження не фокусуються на розкритті її змісту. Це спонукає до наукових дискусій, що певним чином ускладнює подальший теоретичний пошук в межах даного дослідження. Широка розповсюдженість поняття підтверджується даними Google Books Ngram Viewer (табл. 1.5).

Таблиця 1.5

Пікові роки дослідницького інтересу до категорій
«Transport Companies», «Transport Company», «Transport Enterprise»

Концепція	2014	1931	1945	1978	1998	2019
Transport Companies	1.95E-06	2.8464E-05	1.779E-05	7.4071E-06	1.1017E-05	5.757E-06
Transport Company	1.05E-06	1.30772E-05	9.1649E-06	5.2745E-06	7.4717E-06	5.322E-06
Transport Enterprise	5.37E-08	4.559E-07	2.5675E-06	8.674E-07	6.749E-07	3.33E-07

Джерело: складено автором за [174]

Порівняння трендів зміни кількості пошукових запитів категорії англomовних назв транспортні компанії та транспортну підприємства (Transport Companies, Transport Company, Transport Enterprise) свідчить, що практика використання поняття «транспортні компанії» є набагато поширенішою, ніж практика використання поняття «транспортні підприємства»: у 1931 р. (піковому для першої з означених категорій на рівні 2,8464E-05%) різниця становила 62,4 рази, у 1945 р. (піковому для другої категорії на рівні 2,5675E-06%) – була набагато меншою у 6,9 разів, в останньому з порівнюваних 2019 р. – зросла до 17,3 рази.

Щодо змісту, у 2020 р. Ж.-П. Родриг (J.-P. Rodrigue, 2013) підкреслює, що транспортні компанії переважно на відкритих ринках пропонують транспортні послуги користувачам, які потребують таких послуг і оплачують їх відповідно до умов узгодженого договору. При цьому до транспортних відносить

автотранспортні, судноплавні, автобусні компанії, компанії залізничних операторів, логістичні компанії, тощо [219, с. 116]. Конкурентоспроможність є ключовою перевагою сторонніх перевезень, оскільки постачальники прагнуть пропонувати своїм клієнтам більш якісні і недорогі послуги. Існує також ризик коливання цін через зміни ринкових умов, і транспортні компанії можуть бути недоступні, коли це потрібно клієнту. Це великі глобальні сторонні транспортні компанії, такі як морські судноплавні компанії.

Отже у широкому розумінні транспортна компанія є компанією, що надає транспортні послуги. За визначенням Світового банку транспортні послуги включають всі транспортні послуги (морські, повітряні, наземні, внутрішні водні, космічні, трубопровідні), що виконуються резидентами однієї економіки для інших країн і включають перевезення пасажирів, переміщення товарів (вантажні перевезення), оренду авіаносців з екіпажем, супутні підтримуючі (Related Support Services) і допоміжні послуги (Auxiliary Services) [241]. І не включають страхування вантажів, яке входить до складу страхових послуг; товари, закуплені в портах перевізниками-нерезидентами, ремонт транспортного обладнання, що входить до складу товарів; ремонт залізничних споруд, портів і аеродромів, що входять до складу будівельних послуг; оренду авіаносців без екіпажу, яка включена в інші послуги.

Іноді під транспортними компаніями маються на увазі підприємства зі своїм власним парком транспортних засобів. При цьому наявність власного парку відносять лише до одного з напрямів транспортного бізнесу, включаючи в нього також експедиторську та логістичну діяльність.

Об'єднуючі вищенаведену інформацію можна надали узагальнююче визначення *транспортної компанії як суб'єкта господарювання, що володіє або орендує транспортні засоби та використовує транспортну інфраструктуру з метою надання транспортних послуг, зокрема організації вантажних і пасажирських перевезень, експедирування та логістичного обслуговування*. Економічна діяльність транспортних компаній є складовою транспортно-логістичного сектору економіки.

Деякі сучасні дослідники відносять галузь транспорту та логістики до складного сектору економіки. Зокрема Д. Хаусманн, І. Нанг, В. Рем і М. Роткопф (L. Hausmann, I. Nangia, W. Rehm, M. Rothkopf, 2015) зазначають, що щоб досягти зростання і прибутковості в цьому секторі, транспортним компаніям необхідно приймати більш сміливі та продумані стратегічні рішення, ніж будь-якому іншому [178]. Ж.-П. Родриг (J.-P. Rodrigue, 2013) робить висновок, за яким ланцюг доданої вартості є функціонально інтегрованою мережею виробничої, торгівельної та сервісної діяльності, що охоплює етапи від перетворення сировини і виробництва до доставки готової продукції на ринок, і не може відбуватися без транспортних потоків у складній розподільчій системі, яка включає види транспорту, термінали, об'єкти, що об'єднують, зберігають і деконсолідує транспортні потоки [218, с. 163].

Щільність розміщення транспортної інфраструктури та ступень і характер взаємо зв'язаності мережі прямо корелюють із рівнем економічного розвитку територій і країн. Ефективне функціонування транспортних систем, обумовлюючи виникнення додаткових економічних та соціальних вигід та можливостей, призводить до позитивних мультиплікативних ефектів:

- кращий доступ до ринків,
- зайнятість і
- додаткові інвестиції.

І навпаки за відсутності достатньої пропускної спроможності або обмеженої надійності транспортних систем можуть виникати економічні витрати:

- скорочення або втрачені можливості,
- порівняно низька якість життя.

У 2016 р. Й. Рідл, Х. Фараг, Д. Коренкевич (J. Riedl, H. Farag, D. Korenkiewicz, 2016) описали шість критичних мегатрендів (Six Critical Megatrends) розвитку транспортно-логістичного (Transportation and Logistic, T&L) сектору економіки з оглядом на горизонт у десять років [216, с. 25–27]. Фахівці, посилаючись на джерела Boston Consulting Group (BCG), якими визначено майже вісімдесят мегатрендів, що змінюють сучасне бізнес-

середовище, зазначають, що якщо у короткостроковій перспективі факторами успіху транспортних компаній є ініціативи щодо поліпшення економічної діяльності, то у довгостроковому баченні цього не достатньо. За мірою того, як мегатенденції змінюють галузь, компанії мають використовувати нові можливості, реагуючи швидше і рішучіше конкурентів.

Найважливіші мегатенденції по-різному впливають на сегменти T&L. Прогнозується, що певні сегменти зіткнуться з «зустрічними вітрами» (зокрема на автомобільному та повітряному транспорті виникнуть додаткові витрати через досягнення компаніями цілей сталого розвитку), водночас інші сегменти отримають переваги (залізничний транспорт завдяки здійсненню більш екологічних перевезень – Greener Shipping). У будь-якому випадку мегатенденції вплинуть на можливості бізнесу, до формування і використання яких компанії мають бути готові.

Мегатренди економічного розвитку транспортних компаній узагальнено на рис. 1.12.

До критичних мегатрендів, тобто за визначенням, наданим у Звіті глобальних тенденцій ESPAS за 2019 рік (ESPAS Global Trends Report, 2019) «подій, які вже відбуваються і які майже неможливо змінити протягом наступного десятиліття» [157, с. 6], належить:

а) двох швидкісний світ (Two-Speed World). Перший мегатренд позначає два темпи світового економічного розвитку у різних групах країн. В розвинених країнах остерігатиметься стагнація. Між тис швидке економічне зростання країн, що розвиваються, призведе до збільшення внутрішніх торговельних потоків та торговельних потоків між країнами (мова йде про країни Африки, Азії, Латинської Америки), зі зростанням споживання збільшуватиметься виробництво, в результаті транспортні компанії з цих країн можуть стати великими глобальними гравцями. Водночас від збільшення обсягів глобальних перевезень на далекі відстані в результаті високих темпів зростання країн, що розвиваються (Developing Economies, RDE), виграють всі сегменти транспортно-логістичного ринку, особливо компанії морського і повітряного транспорту, а також сегменти інфраструктури та експедирування вантажів. Ускладнення транспортних ланцюгів також створить попит на консультаційні послуги з логістики та контрактну логістику;

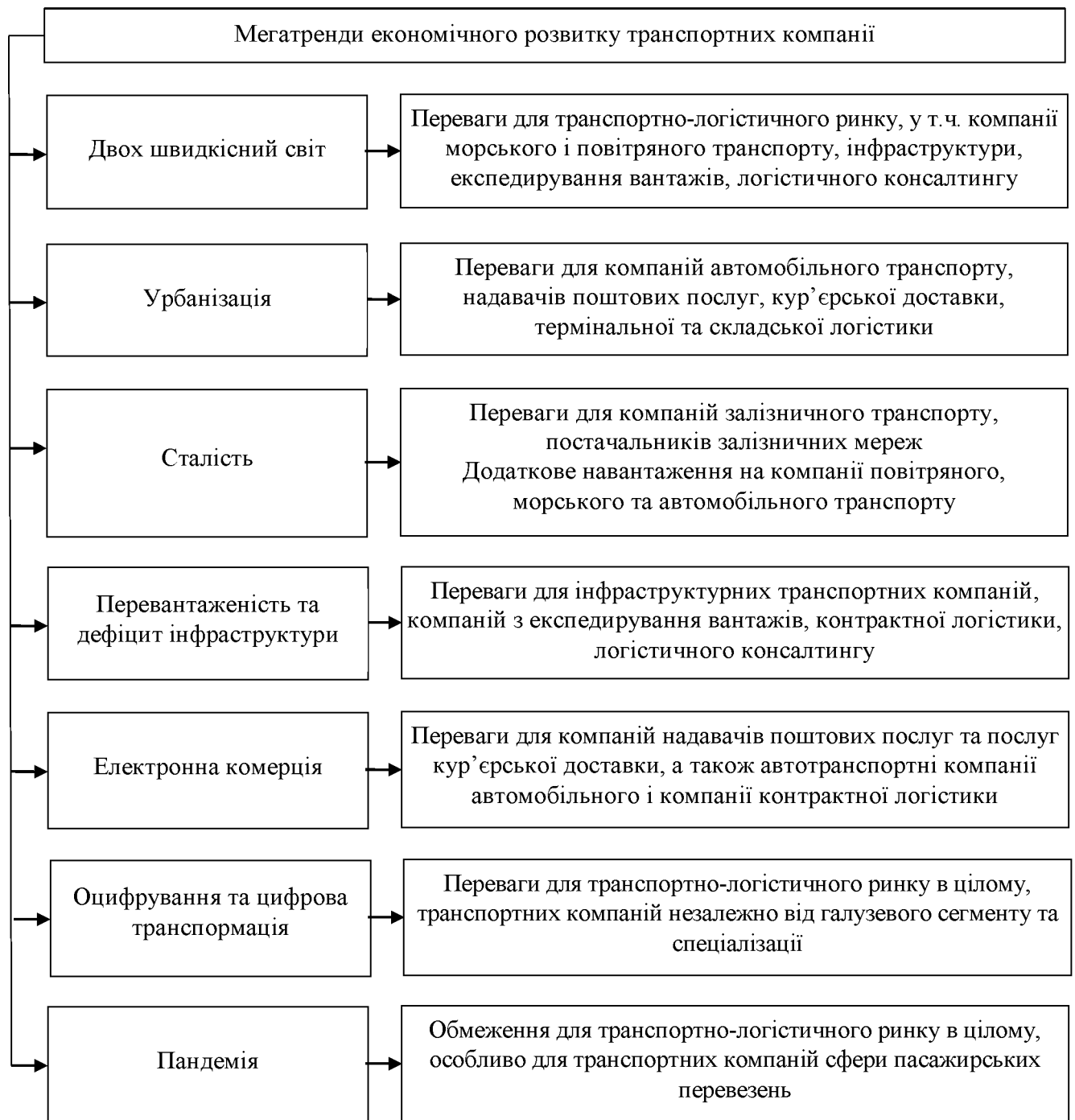


Рис. 1.12. Мегатренди економічного розвитку транспортних компаній

Джерело: розроблено автором

б) урбанізація (Urbanization). В наслідок великомасштабної міграції з сільських районів в міські центри розвиватимуться мегаполіси і виникатимуть нові моделі попиту споживачів. Транспортним компаніям доведеться розв'язувати проблеми, обумовлені ускладненням логістики в містах, та задовольняти зростаючі очікування споживачів. До транспортно-логістичних

сегментів, які найбільше виграють від урбанізації, належить автомобільний транспорт, поштові послуги та кур'єрська доставка (Courier, Express and Parcel (CEP) Delivery), термінальна та складська логістика (Terminals & Warehousing Logistics). Також передбачається підвищення попиту у сегменті контрактної логістики (Contract Logistics), компанії якого надаватимуть комплексні пакети транспортно-логістичних послуг (проектування і планування ланцюгів постачань, складування і управління запасами, транспортування і розподіл транспортних потоків, обробка замовлень, тощо). Залізничний і повітряний транспорт, а також пов'язані з ним сегменти інфраструктури виграють меншою мірою;

в) сталість (Sustainability). Посилення норм і правил, зосереджених на розв'язанні проблем навколишнього середовища, зокрема щодо забруднення і викидів вуглецю, змушуватимуть транспортні компанії шукати нові способи зниження енергоспоживання. Крім того, підвищення обізнаності споживачів про проблеми сталого розвитку сприятиме зростанню цінності зеленого транспорту (Sustainable transport). Так саме мегатренд сталого розвитку неоднозначно вплине на різні транспортно-логістичні сегменти. Виграють залізниці як порівняно екологічніший вид транспорту, а також постачальники залізничних мереж і сегменти, які допомагають зробити перевезення більш ефективними, зокрема внутрішні термінали (Hinterland Terminals). Компанії повітряного, морського та автомобільного транспорту зіткнуться з підвищеним тягарем за дотримання нормативних вимог та з необхідністю оновлення або заміни рухомого складу відповідно до нових стандартів щодо викидів. Транспортні компанії, що надають логістичні послуги, відчуватимуть тиск з боку клієнтів відносно дотримання зеленого порядку денного (Green Agenda). Відповідно для транспортних компаній важливим завданням стане визначення бізнес-можливостей, пов'язаних зі сталістю, а не зосередження уваги на тому, як сталість вплине на операційну діяльність. Відповідно до встановлених можливостей відносно надання нових послуг змінюватимуться бізнес-моделі, таких як логістичні послуги, які вирішують складність сталого транспортування продуктів харчування по всьому ланцюгу постачання (Supply Chain);

г) перевантаженість та дефіцит інфраструктури (Infrastructure Congestion and Scarcity). За висновками дослідників інфраструктура все більше стає вузьким місцем для ведення бізнесу. Перевантаженість і пов'язане з цим збільшення витрат (наприклад, вищі збори за посадку (Landing Fees)) накладатимуть додатковий тягар на транспортні компанії та можуть звузити потенційну пропозицією послуг, зокрема із своєчасною доставкою. Перевантаженість і дефіцит інфраструктури матимуть особливо серйозні наслідки в районах з високою щільністю населення. Транспортні компанії будуть вимушені примати рішення, спрямовані на подолання відповідних обмежень. В такий ситуації переваги матимуть транспортні компанії у сегменті інфраструктури, оскільки у перевантажених регіонах у користувачів послуг буде менше альтернатив. Також певні вигоди отримають транспортні компанії у сегментах експедирування вантажів і контрактної логістики (завдяки перерозподілу транспортних потоків з перевантажених маршрутів) та у сегменті логістичного консалтингу (в наслідок пропонування передових рішень щодо планування маршрутів);

д) електронна комерція (E-Commerce). Обсяги торгівлі зміщуватимуться від фізичних роздрібних точок до цифрових платформ. В наслідок того, що споживачі збільшуватимуть кількість покупок через Інтернет і прямі поставки додому замінюватимуть поставки в роздрібні магазини, потік товарів через транспортну мережу буде ускладнюватися. Транспортні компанії повинні будуть розширяти комплексні послуги та готуватися до агресивної конкуренції з боку нових транспортних компаній, спеціалізованих на виконанні замовлень і доставку з транспортних вузлів в кінцевий пункт призначення (Last Mile Delivery), а також роздрібних продавців, що здійснюватимуть власні логістичні операції. Від зростання електронної торгівлі виграють надавачі поштових послуг та послуг кур'єрської доставки, а також автотранспортні компанії і компанії контрактної логістики;

е) оцифрування (Digitization) та цифрова трансформація (Digital Transformation). Оцифрування двояко впливає на транспортно-логістичну галузь. По-перше, у транспортних компаній є широкі можливості автоматизації бізнес-процесів, а отже зростання ефективності економічної діяльності, підвищення

якості надання послуг і зменшення витрат. Сучасні транспортні компанії, у т.ч. українські, все частіше використовують ІТ-системи для відстеження вантажів, управління рухом, інформаційного забезпечення учасників руху про дорожні умови, збору даних, контролю та прогнозування транспортних потоків, супутникової навігації, багато модальної логістики вантажних перевезень, інтеграції вантажних та пасажирських рішень у просторове планування, заміни паперових процесів ціноутворення, бронювання та виставлення рахунків, застосування електронних квитків, дистанційного оформлення проїзних документів, обслуговування клієнтів без особистого контакту, використання розширеної аналітики для оптимізації маршрутів і мереж, тощо. По-друге, оцифрування сприятиме появі нових бізнес-моделей. В першу чергу таких, що стосуються платформних рішень, пов'язаних з використанням хмарних системи управління транспортом (Cloud-Based Transport Management Systems), розвитком вантажо обміну (Freight Exchanges) і віртуальної маршрутизації та пересилки (Virtual routing and forwarding, VRF). З урахуванням необхідності зміни бізнес-моделі (відповідно до змісту [252]) останній із вказаних магатрендів коректно розширити, додавши поняття цифрової трансформації (Digital Transformation). Слід звернути увагу, що оцифрування та цифрова трансформація зачіпає компанії всіх сегментів, відповідно будь-яким транспортним компаніям слід прагнути в повній мірі використовувати переваги підвищення ефективності, створені цифровими рішеннями, а також ринкові можливості цифрових платформ;

ж) пандемія (Pandemic). У даному контексті під епідемією, яка характеризується поширенням інфекційного захворювання на території багатьох країн, перш за все мається на увазі коронавірусна пандемія (Coronavirus Pandemic). Поява наприкінці 2019 р. COVID-19 у 2020 р. змінила світ. Глобальна пандемія здійснює радикальний вплив на звичне соціально-економічне середовище змінює (переважно посилює) інші мегатренди. Глобальне потепління або демографічні зрушення, пов'язані із урбанізацією населення, не зупиняються пандемією (лише у певному ступені скоректуються, зокрема, внаслідок часткової трансформації режиму праці та, відповідно, зменшення

привабливості мегаполісів та пріоритизації вибору міст (населених пунктів)-супутників). Між тим за прогнозами світова економіка буде продовжувати зростати, переважно в країнах, що розвиваються [173, с. 3], а тенденції поширення цифрових технологій суттєво пришвидшуватимуться [112].

Зміни у моделях витрат, поведінкові зміни (пов'язані з уникненням торгових центрів та громадського транспорту), внутрішньо-економічні проблеми, падіння зовнішнього попиту, зміна потоку капіталу, падіння цін на сировинні товари та багато інших факторів очевидно зазначає суттєвого впливу на ринок транспортно-логістичних послуг і, перш за все на сферу пасажирських перевезень. Як наслідок для сучасних транспортних компаній стає викликом розробити фінансову стратегію, спрямовану на оптимізацію структури капіталу, забезпечення фінансового оздоровлення і зниження ризиків, між тим комплексна реалізація даних заходів дозволить зберегти адекватний рівень фінансової стійкості в умовах зниження попиту на перевезення, знизити дисбаланси в структурі капіталу, а також забезпечити необхідний рівень платоспроможності за поточними зобов'язаннями [129, с. 280].

Транспортні компанії сфери мобільності змушені прийняти той факт, що обсяги пасажиропотоків і моделі поїздок можуть відновитися до рівня, що існував до COVID-19, протягом декількох років. До того ж з'являться нові моделі мобільності, засновані на зміні поведінки споживачів (обумовленої проблемами довіри або більш екологічним мисленням), пов'язані з економічними обмеженнями (наприклад, зменшення наявного доходу) і новими політичними пріоритетами (політика сталого розвитку, бюджетний дефіцит, політика охорони здоров'я тощо) [244].

За висновками експертів у короткостроковій перспективі на транспортні потоки суттєво впливатиме необхідність пристосування до соціального дистанціювання (віртуальна присутність (Virtual Presence) та особиста мікромобільність (Personal Micro Mobility)) та пом'якшення поширення хвороби через формування економіки з низьким рівнем дотику (Low-touch Economy).

Сегменти транспортно-логістичного сектору	Авіаційні перевезення	Перевезення водного транспорту	Залізничні перевезення	Автомобільні перевезення	Термінали та хаби	Складське господарство	Експедирування	Поштові / курерські поставки	Логістичний консалтинг	Контрактна логістика
Двох швидкісний світ	↑	↑	→	→	↑	→	↑	→	↑	↑
Урбанізація	→	→	→	↑	↑	↑	↑	↑	↑	→
Сталість	↓	↓	↑	↓	↓	→	→	↑	↑	→
Перевантаженість та дефіцит інфраструктури	→	→	↓	→	→	↑	↑	→	→	↑
Електронна комерція	→	→	→	→	↓	↑	↑	↑	→	↑
Оцифрування та цифрова трансформація	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Пандемія	→	→	↓	↓	→	↑	↑	↑	→	↑

Рис. 1.13. Вплив мегатрендів економічного розвитку на транспортні компанії

Джерело: розроблено автором

Примітки до рис. 1.13:

↑ – позитивний вплив;

↓ – негативний вплив;

→ – нейтральний вплив мегатренду на сегмент транспортно-логістичного сектору

Як довгострокові тенденції відповідно до змісту сталого способу життя (Sustainable Living) розвиватимуться автономні, підключені до мережі спільні електричні транспортні засоби (Autonomous, Connected, Electric Shared Vehicles, ACES). Вплив факторів невизначеності, які можуть сформувати майбутні тенденції мобільності, причому дві найбільш важливі з них – ступень відновлення економіки і стримування COVID-19, обумовить необхідність адаптації організаційні стратегії транспортних компаній до нової реальності. У

середньостроковому горизонті, коли суспільство пристосується до умов нової нормальності (New Normal), транспортні тренди можуть прискоритися.

Дослідження динаміки ключових кількісних показників розвитку ринку транспортно-логістичних послуг в Україні (рис. 1.14) засвідчує, що національні транспортні компанії, здебільшого перевізники, почали відчувати тиск означених мегатрендів.

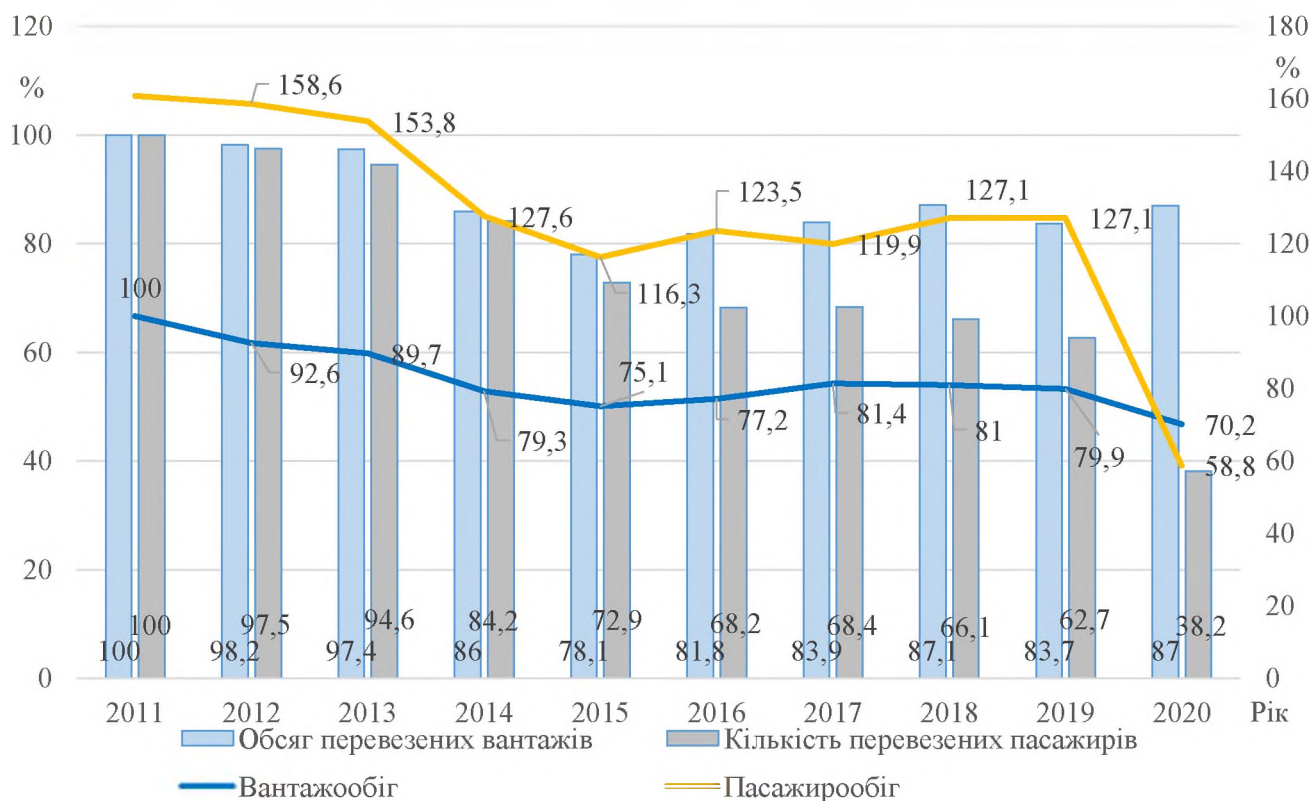


Рис. 1.14. Показники динаміки обсягів перевезень України транспорту загального користування

Джерело: складено автором за даними [18]

У 2020 р. спостерігається різке падіння рівня показників пасажирських перевезень. Кількість перевезених пасажирів була зменшена до 2501,9 млн пас. (на 1605,6 млн пас. або на 39,1 % порівняно із даними 2019 р. В наслідок тривалого обмеження мобільності на великі відстані скорочення пасажиरोобігу було ще більш значним. Загальний обсяг пасажиро-кілометрів, виконаних у 2020 р. становив 49,0 млрд пас. км проти 106,0 млрд пас. км 2019 р., тобто був

зменшений на 57,0 млрд пас. км або на 53,8 %. Фактор дальності переміщення став вагомим і для вантажних перевезень.

Незважаючи на те, що вплив пандемічних умов на інтенсивність транспортних потоків у вантажному русі не було настільки критичною і обсяг перевезення вантажів компаніями транспорту загального користування було зменшено лише до 1641,0 млн т – на 62,2 млн т або на 3,9 %, вантажообіг скоротився з 356,0 млрд ткм до 315,0 млрд ткм, тобто на 48,0 млрд ткм або на 12,1 %.

Між тим, розширення ретроспективи аналізу динаміки показників дозволяє звернути увагу на стійкість тенденцій зменшення обсягів перевезень у пасажирському русі та надзвичайно повільне їхнє зростання у вантажному русі. Коливання показників вантажопотоків тісно корелюють з показниками динаміки національної економіки, водночас стійке зменшення кількості пасажирів, перевезених транспортом загального користування, що спостерігається і у допандемічний період, відображає тренд, пов'язаний із збільшенням кількості приватних автомобілів [15, 14]. В результаті за десять років кількість перевезених пасажирів транспортом загального користування було зменшено на 20,1 %, а пасажирообіг – на 6,5 %.

Структурні зрушення у модальному розподілі транспортних потоків свідчать про повільний характер реалізації в Україні державної політики сталого розвитку та з об'єктивних причин обережне проникнення у суспільство цінностей сталого способу життя (рис. 1.15–1.16). Зміна відносних показників структури, описуючих розмір сегментів ринку транспортно-логістичних послуг головних конкурентів – залізничного та автомобільного транспорту загального користування свідчить про поступове зростання вагомості автомобільних перевезень та відповідно зменшення частки обслуговування залізниць.

Особливо це стосується сфери перевезення пасажирів, у якій сегмент залізничного транспорту в обсягах пасажиропотоків звузився за десять років (2011–2020 рр.) з 6,6 % до 2,7 %, тобто майже у 2,5 рази, в обсягах виконаних пасажиро-кілометрів з 37,7 % до 22,4 % отже у 1,7 разів. У той же час питома вага автотранспортних перевезень несуттєво, але зросла, при цьому виключно у вимірі пасажирообігу (з 38,4 % до 38,8 %).

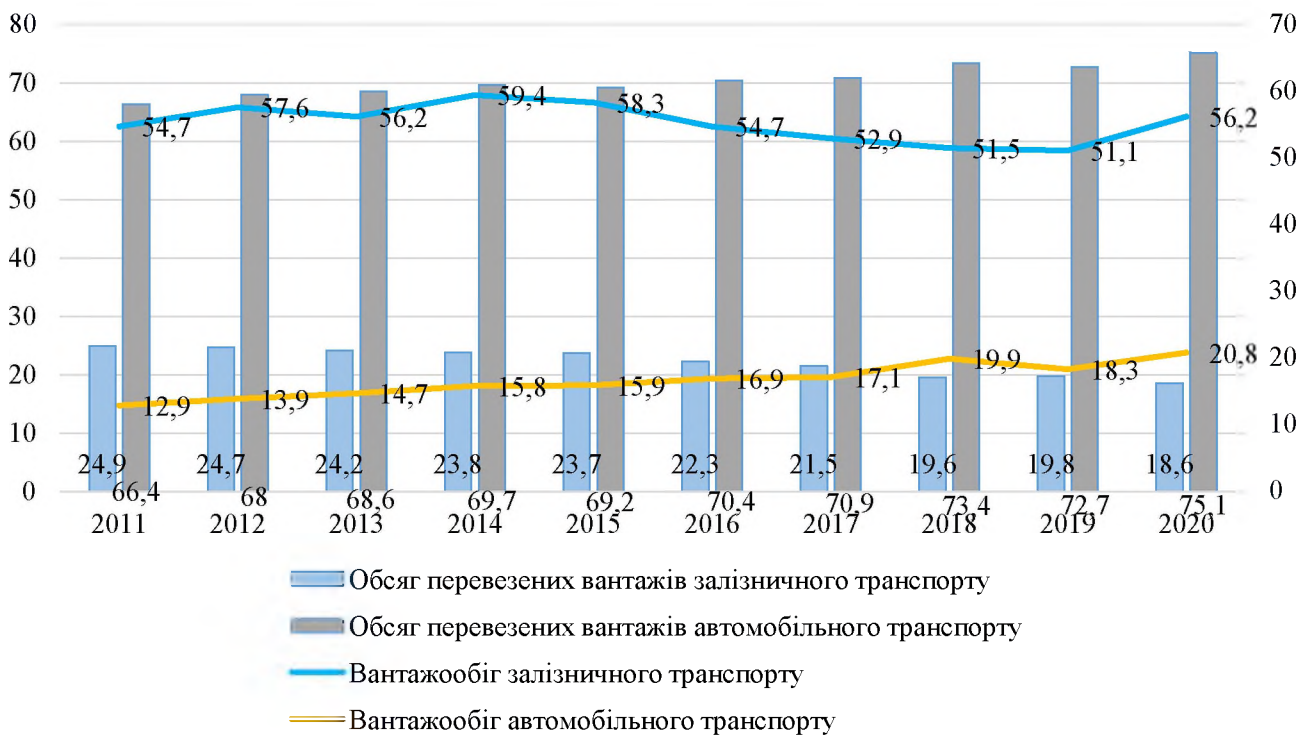


Рис. 1.15. Показники структурних зрушень обсягів вантажних перевезень залізничного та автомобільного транспорту

Джерело: складено автором за даними [18]

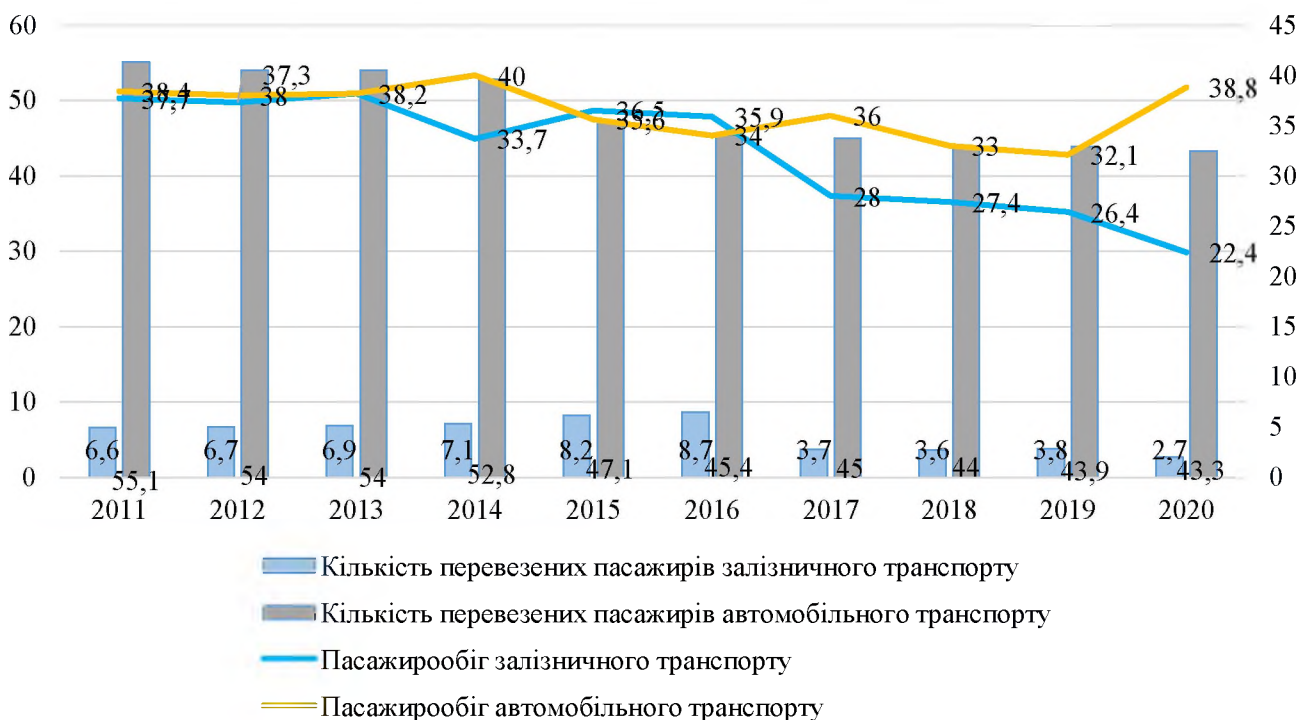


Рис. 1.16. Показники структурних зрушень обсягів пасажирських перевезень залізничного та автомобільного транспорту

Джерело: складено автором за даними [18]

У вантажному русі склалася подібна та ще виразніша ситуація. Частку обсягу перевезених залізничним транспортом вантажів було зменшено із 24,9 % до 18,6 % (понад ніж в 1,3 рази), водночас автомобільним транспортом – збільшено із 66,4 % до 75,1 % (понад ніж в 1,1 рази). Питома вага вантажообігу залізниць несуттєво зросла (з 54,7 % до 56,2 %, на 1,5 %), автомобільних компаній збільшилась незрівнянно радикальніше (з 12,9 % до 20,8 %, на 7,9 % або в 1,6 разів).

Між тим, урахувавши національні євроінтеграційні прагнення та формування засад довгострокової міжнародної співпраці, можна зробити висновок, що глобальний мегатренд «сталість» у довгостроковій перспективі визначатиме інші тенденції розвитку галузі.

Висновки до розділу 1

1. Сучасне соціально-економічне середовище ставить перед власниками і менеджментом складні завдання, вимагаючи обов'язкового урахування умов невизначеності, ризиків, дотримання принципів соціальної відповідальності, екологічності виробництва продукції, сталого розвитку, а отже створення інтегральної цінності для усіх заінтересованих сторін. Загальні засади управління цінностями було закладено у концепції, становлення якої відбулося в 1980–1990-х рр. та у 2003–2006 рр., а розвиток ще триває. Як свідчить дослідження у ціннісно-орієнтованому управлінні важливо розмежовувати терміни вартості (як економічно обгрунтованої суми витрат на придбання або створення компанії) і цінності (як здатності компанії приносити вигоди стейкхолдерам). При цьому слід ураховувати, що вигоди можуть бути як економіко-прагматичними, так і соціально-економічними, емоційно-розвиваючими та етико-соціальними.

2. Ціннісно-орієнтоване управління потребує диференціації щодо сфер застосування: в рамках традиційної моделі корпоративного управління його основною метою є максимізація фундаментальної вартості бізнесу, за умови існування ефективного фондового ринку – максимізація ринкової вартості бізнесу, в рамках інструментального підходу – створення цінності для найбільших стейкхолдерських груп та максимізація акціонерної вартості.

3. Відповідно до авторського визначення під ціннісно-орієнтованим управлінням слід розуміти бізнес-філософією та концептуальний підхід до управління, зорієнтований на створення і максимізацію цінності компанії для стейкхолдерів, зокрема вартості для власників, що інтегрує процеси генерації, вимірювання і управління цінністю з позицій усіх заінтересованих сторін та ґрунтується на ціннісно-орієнтованому мисленні. А під ціннісно-орієнтоване мисленням – тип мислення, здатний фокусуватись на максимізації цінності та привести до концентрації управлінських рішень на ключових її факторах.

4. Сучасна теорія економічного розвитку включає широке коло моделей, сформованих для збалансування суперечливих процесів еволюції соціально-економічних систем. Оптимальна взаємодія факторів, ефективне використання внутрішніх і зовнішніх ресурсів, урахування передумов і постійних змін, що відбуваються в процесі циклічної динаміки середовища, сприяють економічному розвитку компаній і країн в цілому. Слід підкреслити, що сучасний економічний розвиток супроводжується кількісними (динаміка економічного зростання) і якісними (структурні та соціальні) трансформаціями. Джерело потенційної сталості економічного розвитку знаходиться у площині постійного випереджаючого структурного оновлення та сприяння соціальному прогресу. Визначальний вплив на економічний розвиток здійснюють традиційні фактори виробництва (земля, капітал, праця, підприємництво, технології тощо), порівняно менший – фактори впливу другого порядку (політичні та економічні інституції, форми і типи власності, релігійні та культурні особливості).

5. З дослідження факторів економічного розвитку слідує, що підвищення ефективності, а отже і цінності компаній є одним з основних завдань корпоративної та загальнодержавної політики на довгострокову перспективу. Теоретичні підходи, що розглядають поведінку компанії при вирішенні питань максимізації прибутку, збільшення обсягу випуску, економічного розвитку узагальює теорія фірми. Сучасна теорія фірми охоплює низку моделей та підходів, які об'єднуються у групи: фундаментальні (технологійчні та індустріальні) та прикладні теорії. До технологічних теорій належать неокласичні (максимізації прибутку, виручки,

корисності менеджменту) та альтернативні (X-ефективності, інформаційна, еволюційна теорії, теорія експериментальної економіки, імітаційного моделювання, ігор) теорії. До інституційних – відноситься теорії агентських відносин, трансакційної економіки, суспільного вибору, тощо. Прикладні теорії, у т.ч теорія ціннісно-орієнтованого управління, є середовищем апробації загальнотеоретичних положень і побудованого на їх засадах інструментарію. Ціннісно-орієнтоване управління економічним розвитком компанії, концентрує методологію на питанні зростанні цінності бізнесу для стейкхолдерів.

6. Узагальнення найважливіших тенденцій розвитку транспортних компаній свідчить, що до головних сучасних мегатрендів належить: двошвидкісний світ, урбанізація, сталість, перевантаженість та дефіцит інфраструктури, електронна комерція, оцифрування та цифрова трансформація, пандемія, які як в цілому впливатимуть на розвиток транспортних систем, так і по різному визначатимуть динаміку окремих транспортно-логістичних сегментів. Динаміка кількісних показників та структурні зрушення на ринку транспортних послуг України точково підтверджують об'єктивну залежність поточного етапу розвитку транспорту загального користування від великомасштабних довгострокових процесів системних та інноваційних трансформацій.

Результати досліджень, представлені у даному розділі, опубліковано у працях [79, 81, 82, 209, 210, 211].

РОЗДІЛ 2. ДІАГНОСТИКА ЦІННІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ ТРАНСПОРТНОЇ КОМПАНІЇ

2.1. Огляд існуючих моделей ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком

Проблематика ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком компаній є важливою складовою досліджень бізнесу та інтегрального вимірювання підприємницького успіху. Створення і максимізації цінності розглядається через призму впливу на найсуттєвіші параметри або узгодженого збалансованого впливу на сукупність усіх показників. Швидка динаміка соціально-економічного середовища, що супроводжується прискореним, навіть революційним (проривним) поширенням цифрових технологій, трансформацією економіки в цілому, процесів взаємодії окремих компаній, внутрішньої сфери їхньої економічної діяльності, супроводжується зміною підходів до управління цінністю бізнесу.

Історично склалося, що оцінка цінності компанії з метою управління здійснюється переважно інвестиційно-фінансовими аналітиками через вартісні параметри із використанням методу дисконтованих грошових потоків (Discounted Cash Flow, DCF) і показників доданої вартості (Value Added, VA). Комплексна оцінка цінності компанії є тривалою процедурою, що потребує формування потужної інформаційної бази з використанням внутрішніх інформаційних даних і планів менеджменту та зовнішніх інформаційних джерел. Як наслідок оціночна діяльність для цілей управління описувалась мовою вартості, ґрунтувалась на принципах та застосовувала інструментарій інвестиційно-фінансових фахівців.

Як зазначають дослідники, передумови розвитку теорії оцінки вартості компанії з'явилась у 60–70-ті рр. в роботах А. Маршала та І. Фішера, де був вперше описаний залишковий дохід компанії, що визначається як різниця між операційним прибутком та платою за капітал [39, с. 36]. На відповідних теоретичних положеннях було побудовано моделі М. Міллера – Ф. Моділіані (M. Miller – F. Modigliani theory, M&M theory) та метод чистої теперішньої вартості

(Net Present Value, NPV), що застосовується при плануванні інвестицій. Концепція залишкового доходу та низка інших концепцій фінансового менеджменту (концепція грошового потоку, тимчасової вартості грошей, вартості капіталу, ефективності ринку, прийняттого (допустимого) ризику, агентських відносин, альтернативних витрат, тощо) були актуалізовані та використані в системі VBM та методології ціннісно-орієнтованого управління.

На даний час сформовано декілька вимірників доданої вартості компанії, застосування яких на практиці пов'язане з низкою проблем, зокрема обумовлено відсутністю універсальних методів розрахунку, браком інформації, варіативністю інтерпретації результатів, переважним урахуванням вартості та віддачі від використання матеріальних активів і т.ін. [34, с. 261]. Наявність нескінченного потоку показників, що допомагають створити цінність, є характерною рисою сучасного бізнес-середовища. За висловом Т. Коллера та Дж. Павича (Т. Koller, J. Peacock, 2001) «більшість з цих хороших та здебільшого мають здоровий глузд, але жодна з них не ідеальна, і... не містить чарівної кулі, яка спростила б підвищення продуктивності» [190, с. 6].

Можна виділити низку моделей ціннісно-орієнтованого управління, серед них: фінансові моделі управління вартістю компанії:

- модель Дж. Майлза – Р. Іззеля;
- модель А. Раппопорта;
- модель Т. Коупленда, Т. Коллера та Дж. Муррина та гексаграма McKinsey;
- модель Дж. Ольсона;
- модель Дж. Стерна – Б. Стюарта;
- модель Б. Стюарта;
- модель А. Дамодарана;
- модель збалансованого зростання К. Уолша;
- підхід Г. Арнольда – М. Дейвіса;

інтегральні моделі управління цінністю компанії:

- модель BSC – система збалансованих показників;
- модель ESG – відповідальне інвестування та сталого розвиток.

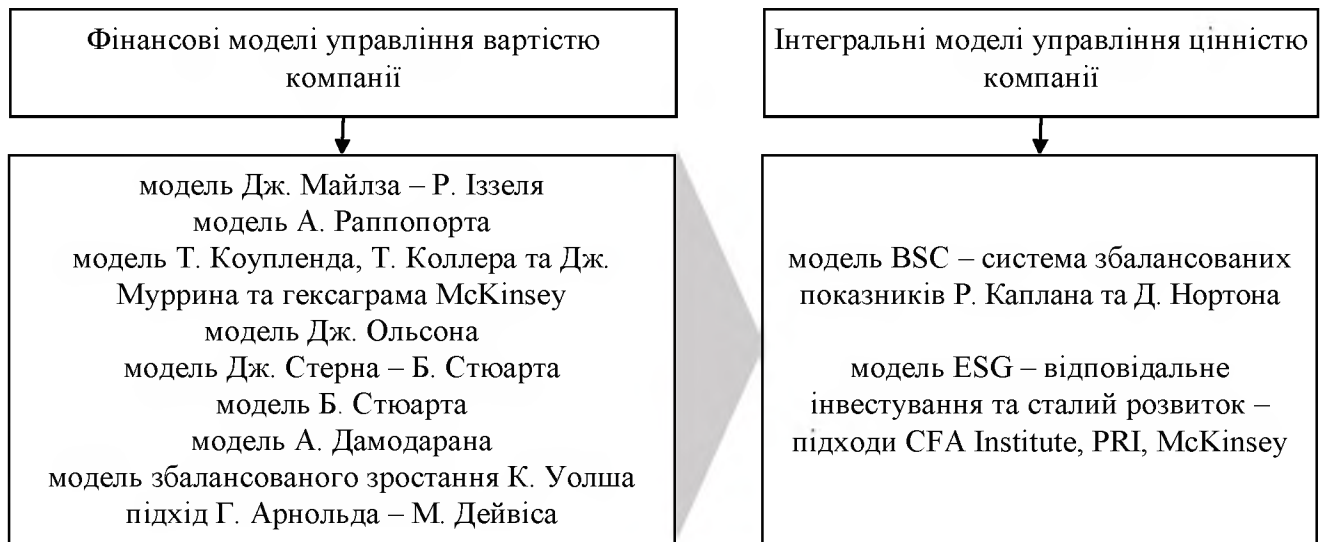


Рис. 2.1. Моделі ціннісно-орієнтованого управління

Джерело: розроблено автором

Як зазначають дослідники, історично першими з'явилися моделі, засновані на аналізі надприбутків, обумовлених відмінністю прибуткової компанії від середньогалузевої. До подібного інструментарію відносять модель управління ефективністю DuPont, зорієнтовану на максимізацію рентабельності інвестицій (Return on Investment, ROI) на всіх ієрархічних рівнях і бізнес-одиницях [118]. Концепція максимізації ROI заснована на теоріях ринків капіталу, згідно з якими ринкова вартість компанії збільшується при інвестуванні в проекти та/або активи з рентабельністю інвестицій, що перевищує середньозважені капітальні витрати (Weighted Average Cost of Capital, WACC) або, якщо продано проекти або активи з рентабельністю інвестицій нижче WACC компанії. Відмічаючи переваги, що обумовили поширення цієї концепції, Дж. Дірден (J. Dearden, 1969) зазначав, що надмірна увага до рентабельності інвестицій може привести компанію до короткострокового бачення, що обумовить прийняття короткострокових рішень і, таким чином, принесе в жертву довгострокову стійкість [148].

Умовно початком розвитку ціннісно-орієнтованого підходу послужила робота Е. Едвардса і Ф. Белла (E. Edwards, Ph. Bell, 1961), суть якої полягала у спробі у витратному підході врахувати майбутні доходи. Активний розвиток моделей вартості припадає на 80-ті рр. XX ст. Саме у цей період в США і Західній

Європі стало актуальним питання взаємозв'язку категорій фундаментальної вартості та ринкової капіталізації корпорацій, на співвідношенні яких будувалися інвестиційні стратегії учасників ринку.

Модель Дж. Майлза – Р. Іззеля.

У розвиток методичних засад оцінки власного капіталу у рамках визначення скоригованої теперішньої вартості (Adjusted Present Value, APV) було розроблено модель Дж. Майлза – Р. Іззеля (Miles J., Ezzell R. 1980). У подальшому модель було використано для розробки інших підходів [123]. Дж. Майлз та Р. Ізел спираються на припущення про незмінність структури капіталу, вираженої питомою вагою вартості боргу і вартості власного капіталу в сукупній оцінці вартості компанії [202], отже припущення, згідно з яким боргова політика компанії має формуватися з точки зору збереження фіксованого коефіцієнта боргу або фіксованої розміру боргу.

Зазвичай з метою оцінювання витрат на залучення капіталу використовується показник середньозваженої вартості капіталу (Weighted Average Cost of Capital, WACC), що визначається за формулою:

$$WACC = \gamma_d \cdot r_d \cdot (1 - T) + \gamma_e \cdot r_e, \quad (2.1)$$

де γ_d, γ_e – частка залученого (Debt) та власного (Equity) капіталу; r_d, r_e – ставка витрат на залучений та власний капітал відповідно; T – ставка податку на прибуток (Taxes).

Дж. Майлз та Р. Ізел пропонують модифіковану формулу WACC:

$$WACC = r + L \cdot r_d \cdot T^* \cdot (1 + r/1 + r_d), \quad (2.2)$$

де L – відношення боргу до загальної вартості; r_d – очікувана доходність боргу; T^* – чиста податкова економія у розрахунку на одиницю відсоткових платежів (на практиці може замінюватись на ставку податку на прибуток).

Тим самим в моделі закладено правило, що потрібна пропорція боргу має відтворюватися наприкінці кожного періоду, при цьому податковий захист наступного періоду фіксований.

Модель А. Раппопорта.

Пізніше з'явилися концепція А. Раппопорта (A. Rapoport, 1986), що орієнтувалась в першу чергу на користь для акціонерів та у меншому ступені враховувала інтереси інших стейкхолдерів [213]. Ключовою ідеєю підходу стала оцінка ефективності інвестиційної та фінансової стратегії на основі здатності компанії створювати акціонерну вартість (Shareholder Value, SV) – різницю між поточною вартістю майбутніх грошових потоків та ринковою вартістю боргу компанії. Було запропоновано оцінювати грошовий потік на основі ключових факторів цінності: рентабельності діяльності компанії, темпів зростання, вартості інвестованого капіталу, а також схильності до інвестування в основний та оборотний капітал. А. Раппопортом було введено поняття доданої акціонерної вартості (Shareholder Value Added, SVA), що позначила відхилення базової вартості, що враховує поточну ринкову оцінку акцій, від вартості в разі впровадження стратегії розвитку компанії:

$$\begin{aligned}
 SVA &= NPV_e - BV_e - ND = \\
 &= \sum_{t=-}^{n-1} FCFE_t / (1 + k_e)^t + TCF / (1 + k_e)^n - BV_e - ND,
 \end{aligned}
 \tag{2.3}$$

де NPV_e – теперішня вартість акціонерного капіталу (Net Present Value of Equity); BV_e – балансова вартість акціонерного капіталу (Book Value of Equity); ND – чиста вартість боргових зобов'язань з урахуванням еквіваленту готівки (Net Debt); $FCFE$ – вільний грошовий потік до власного капіталу (Free Cash Flow to Equity); TCF – залишковий грошовий потік (Terminal Cash Flow).

Модель Т. Коупленда, Т. Коллера та Дж. Муррина та гексаграма McKinsey. Фахівцями McKinsey (Т. Коупленд, Т. Коллер та Дж. Муррина – Т. Koller, M. Goedhart, D. Wessels, 1990) у 1990 р. було розроблено модель структурної перебудови, яка для визначення етапів та типових процедур реструктуризації, націленої на зростання вартості компанії, використовує класичну пентаграму (рис. 2.2). Реструктуризацію розглянуто для двох типів сучасного бізнесу – моно- та мета-корпорацій як процес, необхідність якого обумовлена певними причинами (наявність вартісного розриву, прагнення отримати конкурентні переваги за рахунок реструктуризації, потрібність підвищити інвестиційну привабливість компанії).

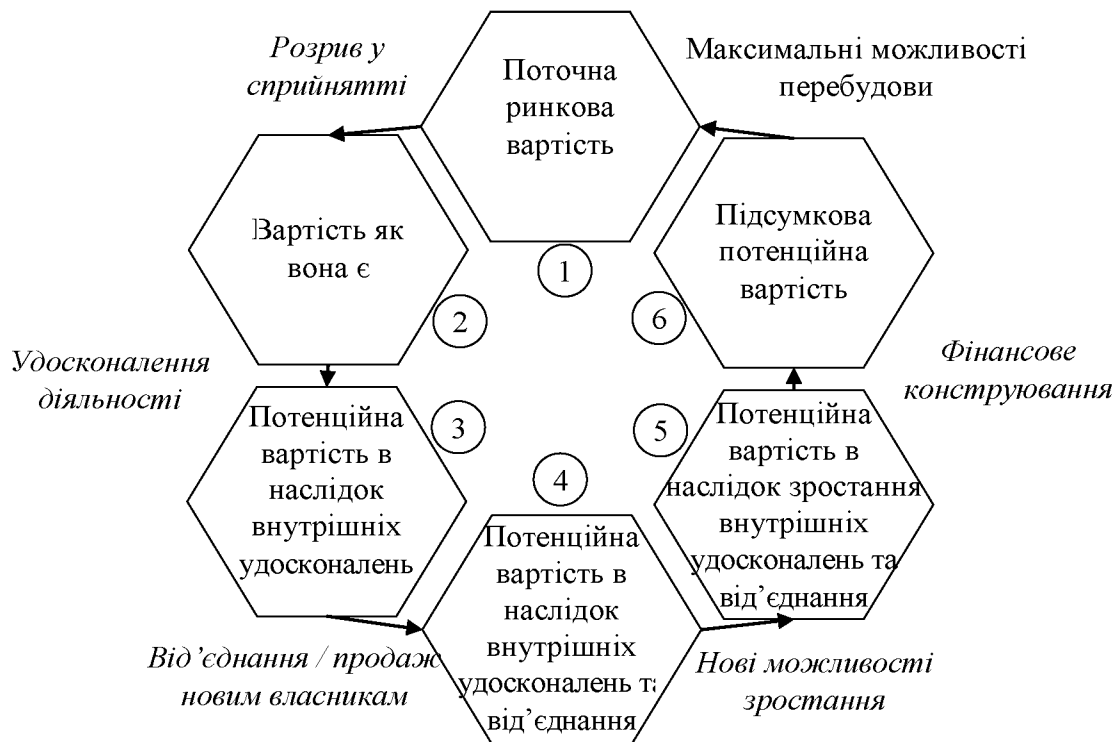


Рис. 2.2. Гексаграма структурної перебудови McKinsey

Джерело: [48, с. 31]

Гексаграма демонструє, що процес реструктуризації сфокусовано на підвищенні ефективності діяльності та збільшенні ринкової вартості компанії за рахунок кращого використання перш за все внутрішніх резервів. Говорячи про внутрішні резерви мова йде про зміни в структурі капіталу або власності, не пов'язані із операційним циклом та використанням факторів зовнішнього зростання компанії, а саме про реструктуризацію активів та зобов'язань, як елементів формування майнового комплексу, та про реструктуризацію бізнес-одиниць, що формують структуру бізнесу. Загальний ефект формується від двох типів ефектів, обумовлених двома видами реструктуризації. Ефект від реструктуризації складних корпоративних структур (з n бізнес-одиницями) являє собою кумулятивний ефект від реструктуризації кожної складової, що на формальному рівні можна представити як:

$$ER = \sum_{i=1}^n ER_i, \quad (2.4)$$

де i – певна бізнес-одиниця, загальна кількість яких обмежена (n).

Початковим етапом аналізу є оцінка поточної ринкової вартості компанії, під якою розуміється оцінка акцій компанії фондовим ринком, тобто ринкова капіталізація компанії. Поточна ринкова вартість використовується в подальших розрахунках для порівняння з результатами оцінки під час наступних процедур. Далі на етапі визначення вартості «як вона є» відбувається вартісна оцінка бізнесу шляхом оцінки вартості структурних одиниць з використанням методу DCF. Прогнозування майбутніх грошових потоків відбуваються через екстраполяцію даних або відповідно до бізнес-планів, завдяки чому оцінюється потенційна вартість компанії. Співставлення потенційної вартості із вартістю акцій компанії на фондовому ринку дозволяє виявити розрив у сприйнятті майбутніх перспектив компанії інвесторами та менеджерами. Відповідно до цієї моделі саме наявність вартісного розриву вказує на можливість проведення реструктуризації. З позицій реструктуризації встановлення ключових факторів впливу на вартість підприємства в контексті бізнес-підсистем дозволяє виявити можливості підвищення ефективності кожної з них (через скорочення витрат та збільшення чистого грошового потоку) та обґрунтувати необхідність виключення окремих бізнес-підсистем із структури компанії. Через фактор «Потенційна вартість в наслідок зростання внутрішніх удосконалень та від'єднання» постулюється необхідність урахування драйверів розвитку компанії з орієнтуванням на довгострокове зростання вартості.

У моделі для нарощування вартості компанії принципове значення мають фактори, що формують грошовий потік, а саме: зростання обсягу продажу, економічний прибуток, ставка податку на прибуток, ефективне використання основного та оборотного капіталу, ставка дисконту (мінімізована за рахунок оптимальної структури капіталу), борг (ідентифікується через співвідношення власного та залученого капіталу). В такому разі критерієм зростання вартості є:

$$ROIC = NOPLAT / IC \succ WACC , \quad (2.5)$$

де *ROIC* – рентабельність інвестованого капіталу (Return on Invested Capital); *NOPLAT* – чистий прибуток за вирахуванням скоригованих податків (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes); *IC* – інвестований капітал (Invested Capital);

WACC – середньозважена вартість капіталу (Weighted Average Cost of Capital) [48].

В наслідок того, що цей критерій можна описати співвідношенням: $NOPLAT/WACC > IC$, він відповідає оцінці вартості на основі методу капіталізації прибутку [39].

Модель Дж. Ольсона.

В працях Дж. Ольсона (J. Ohlson, 1990, 1995) модель Едвардса-Белла (E. Edwards, Ph. Bell, 1961) отримала формалізоване втілення і стала відомою як модель Едвардса-Белла-Ольсона. Сам термін «Edward Bell Ohlson» або ЕВО був введений В. Бернардом (V. Bernard, 1994) [124, 125], за результатами узагальнення теоретичних положень Дж. Ольсона (J. Ohlson, 1990, 1995) і Г. Фелтея (G. Feltham, 1995) [205, 159], відповідно до яких теперішня вартість майбутніх очікуваних дивідендів (V_t) є сумою звітної балансової вартості та дисконтованого залишкового доходу [163, с. 6]. Формально модель ЕВО можна описати трьома модифікаціями:

$$\begin{aligned} V_t &= B_t + \sum_{i=1}^{\infty} E_t[\Delta x_t]/(1+r_e) = \\ &= B_t + \sum_{i=1}^{\infty} E_t[NI_{t+i} - (r_e \cdot B_{t+i-1})]/(1+r_e)^i = \\ &= B_t + \sum_{i=1}^{\infty} E_t[(ROE_{t+i} - r_e) \cdot B_{t+i-1}]/(1+r_e)^i, \end{aligned} \quad (2.6)$$

де B_t – балансова вартість (Book Value) в момент часу t ; $E_t[...]$ – математичне очікування значень змінних з урахуванням доступної інформації в момент часу t ; Δx_t – відхилення чистого прибутку на момент t від норми (надприбутку або залишкового доходу), що визначається як очікувана вартість обслуговування акціонерного капіталу; r_e – вартість власного (акціонерного) капіталу; NI_{t+i} – чистий прибуток за період $(t+i)$; B_{t+i-1} – балансова вартість на початок $(t+i)$ періоду; ROE – рентабельність капіталу (Return on Equity).

Вартість компанії в моделі виражається через поточну вартість чистих активів і дисконтований потік надприбутків (відхилень прибутку від нормальної

величини). Як стверджують К. В. Кашина та Л. О. Шалгинова тим самим модель дозволяє використовувати переваги та мінімізувати недоліки дохідного і витратного підходів [40, с. 50]. Дж. Ольсоном було введено поняття «нормальних» і «анормальних» доходів. До нормальних було віднесено доходи, які слід очікувати, виходячи з вартості активів компанії та встановленої ринком ставки середньої прибутковості. Різниця (позитивна чи негативна) між реальними доходами компанії (тими доходами, які передбачається отримати в майбутньому) і нормальними доходами названа анормальними доходами. Одним з базових припущень моделі є те, що при відсутності анормальних доходів вартість компанії буде дорівнює балансовій вартості (B_t). Саме наявність анормальних доходів (Δx_t) впливає на вартість компанії, збільшуючи або зменшуючи її вартість.

Модель Дж. Стерна – Б. Стюарта.

Виходячи з того, що здебільшого єдиною достовірною інформацією для оцінювання вартості компаній є бухгалтерська звітність, і облікові показники мають бути трансформовані у фінансові, з'являється показник економічної доданої вартості (Economic Value Added, EVA). Економічна додана вартість є втіленням основної концепції залишкового доходу в інструмент ціннісно-орієнтованого управління, орієнтованого на власника. Модель була розроблена Дж. Стерном, Б. Стюартом, Д. Жу (J. Stern, 1991, B. Stewart, 1991, D. Chew, 1995) [232, 230, 233]. Основний внесок в створення показника EVA внесений Дж. Стерном, проте в науці закріпилася назва «модель Дж. Стерна – Б. Стюарта», формалізована як:

$$\begin{aligned} EVA &= IC \cdot (ROI - WACC) = NOPAT - IC \cdot WACC; \\ NOPAT &= EBIT^{adj} \cdot (1 - T); \\ WACC &= \gamma_d \cdot r_d \cdot (1 - T) + \gamma_e \cdot r_e, \end{aligned} \quad (2.7)$$

де IC – інвестований капітал (Invested Capital); ROI – рентабельність інвестицій (Return on Investment); $WACC$ – середньозважена вартість капіталу (Weighted Average Cost of Capital); $NOPAT$ – чистий операційний прибуток після оподаткування до сплати відсотків по борговим зобов'язанням (Net Operating

Profit After Tax); $EBIT$ – операційний прибуток до оподаткування та сплати відсотків з урахуванням відрахувань на капіталізовані витрати на НДДКР, лізинг, списання запасів (Earnings Before Interest and Taxes); T – ставка податку на прибуток (Taxes); γ_d, γ_e – частка залученого (Debt) та власного (Equity) капіталу; r_d, r_e – ставка витрат на залучений та власний капітал.

З урахуванням зазначеного вартість компанії описується залежністю:

$$V = f(IC, PV(EVA)), \quad (2.8)$$

де V – ринкова вартість капіталу компанії; $PV(EVA)$ – приведена EVA , та, відповідно, припускає можливість трьох варіантів економічного розвитку: (1) ресурсномістке підприємство створює додаткову вартість, (2) підприємство не створює додаткову вартість і (3) підприємство руйнує вартість [40, с. 53]. Згідно Б. Стюарта, щоб максимізувати продуктивність компанії, фінансові стимули мають бути пов'язані з максимізацією EVA .

Теоретичний продовження концепція отримала в чисельних наукових працях через узагальнення переваг і недоліків її використання у консультаційній роботі та як інструменту управління з точки зору бухгалтерського вимірювання, а також через емпіричні дослідження міцності зв'язку між ринковою віддачею (або ринковою вартістю) та EVA порівняно із співвідношенням ринкової віддачі та традиційних показників доходу [224]. Дослідники зазначають, що розрахунок значень компонентів EVA відрізняється досить високою суб'єктивністю – коректний розрахунок можливий за умови використання показників звітності за стандартами GAAP (Generally Accepted Accounting Principles) [40, с. 54]. Між тим саме EVA заохочує довгострокове ціннісно-орієнтоване мислення менеджерів і працівників організації з огляду на необхідність оцінки інвестицій з позицій забезпечення віддачі, спроможної покрити вартість капіталу, та мінімізацію величини капіталу, задіяного в операційному процесі, а отже зниження витрат. Відповідно до концепції компанія має прагнути нарощувати капітал та створювати вартість шляхом збільшення позитивного спреда (Spread), помноженого на інвестований капітал.

Модель Б. Стюарта.

Важливим кроком на шляху до розуміння логіки EVA є концепція ринкової доданої вартості (Market Value Added, MVA). Б. Стюарт (B. Stewart, 1991) визначив показник MVA як різницю між загальною вартістю компанії і загальною сумою інвестованого капіталу (включаючи власний капітал і борг) [232]:

$$\begin{aligned}MVA &= PV(EVA) = V - BV_e; \\V &= V_e + V_d; \\ROE_{EVA} &= EAT/k_e + (EAT \cdot (r_e - k_e))/(r_e - k_e) \cdot (g/(k_e - g)),\end{aligned}\tag{2.9}$$

де V – ринкова вартість капіталу компанії; $PV(EVA)$ – приведена EVA; BV_e – балансова вартість (Book Value) власного капіталу; V_e, V_d – ринкова вартість власного і залученого капіталу; EAT – прибуток після сплати податків (Earnings After Tax); r_e – рентабельність власного капіталу за новими інвестиціями; k_e – потрібна доходність власного капіталу; g – темп росту.

На відміну від EVA, що по суті є показником ефективності економічної діяльності компанії, MVA являє собою показник добробуту, який вимірює рівень цінності, накопиченої компанією за певний період часу, або надлишкову ціну, яку ринок привласнює компанії за результатами минулих операційних успіхів. Модель Б. Стюарта демонструє зв'язок між двома параметрами, відповідно до неї MVA тісно пов'язана з концепцією EVA та являє собою чисту теперішню вартість (Net Present Value, NPV) значень EVA.

Модель А. Дамодарана.

Концептуальна модель А. Дамодарана (A. Damodaran, 1995) ґрунтується на урахуванні чотирьох факторів, що впливають на вартість: грошові потоки, що генеруються наявними активами; очікувані темпи зростання грошових потоків, які утворюються завдяки реінвестуванню частки прибутку або зміни віддачі інвестованого капіталу; зміна тривалості періоду високого зростання грошових потоків; зміна вартості майна за рахунок зміни операційного ризику інвестованого капіталу, зміни пропорцій боргового фінансування або зміни умов залучення кредитів [16]. Як наслідок відповідно до методу DCF для впливу на

вартість компанії необхідно здійснювати вплив на такі показники як: поточні грошові потоки, майбутнє зростання грошових потоків, тривалість періоду високого зростання грошових потоків, ставку дисконту. Для збільшення грошових потоків, а отже підвищення вартості компанії, потрібно створювати та підтримувати конкурентні переваги, знижувати собівартість, ефективно управляти запасами, ліквідувати збиткові активи, знижувати податкову ставку, використовувати раціональну кредитну політику, максимально використовувати потенціал капітальних інвестицій. У моделі фактор тривалості зростання грошових потоків має ключове значення оскільки означає ефективну реалізацію конкурентної стратегії.

Така модель, на думку дослідника, дозволяє урахувати перспективи розвитку компанії та інтереси акціонерів оскільки рентабельність інвестованого капіталу відображає віддачу на вкладені кошти та визначає майбутній прибуток компанії за умови збереження поточного рівня ефективності використання активів. Крім цього коефіцієнт реінвестування дозволяє урахувати частку прибутку, спрямовану на нові інвестиції у майбутньому, тобто забезпечити наступне зростання.

На формальному рівні модель управління вартістю компанії А. Дамодарана визначає зростання на основі використання ключових інтегральних показників економічної діяльності, а саме: рентабельності інвестованого капіталу (Return on Invested Capital, *ROIC*) та коефіцієнту реінвестування (Reinvestment Rate, *RR*), що відображують спроможність компанії генерувати та збільшувати темпи зростання грошових потоків, як:

$$ROIC = EBIT \cdot (1 - T) / (BD + BE), \quad (2.10)$$

де *EBIT* – прибуток до виплати відсотків і податків (Earnings Before Interest and Taxes); *T* – ставка податку на прибуток (Taxes); *BD* – балансова сума зобов'язань (Balance Debt); *BE* – балансова величина акціонерного капіталу (Balance Equity).

І далі, як:

$$RR = ((CE - D) - \Delta NWC) / (EBIT \cdot (1 - T)), \quad (2.11)$$

де CE – капітальні витрати (Capital Expenses); D – амортизаційні відрахування (Depreciation); ΔNWC – приріст чистого оборотного капіталу (Delta Net Working Capital).

Добуток моделей рентабельності інвестованого капіталу та коефіцієнту реінвестування, дозволяє описати спільну дію обох факторів через співвідношення:

$$ROIC \cdot RR = ((CE - D) - \Delta NWC) / (BD + BE). \quad (2.12)$$

Права частина рівності відображає відношення приросту капіталу до загального розміру капіталу, тобто є темпом приросту капіталу, звідки темп приросту прибутку (g), що забезпечуватиме відповідне зростання, має дорівнювати:

$$g = ROIC \cdot RR. \quad (2.13)$$

Через таку залежність модель А. Дамодарана демонструє, що темп приросту прибутку, який визначає потенціал розвитку компанії, обумовлений рентабельністю активів і політикою компаній в сфері реінвестування.

Модель збалансованого зростання К. Уолша.

Модель К. Уолша (С. Walsh, 1996) розглядає збалансоване співвідношення обмеженої кількості фінансових коефіцієнтів, що виражають цілі бізнесу та визначають вартість компанії [106]. Концепція поєднує традиційний підхід фінансового аналізу та напрям в оцінці компанії, зорієнтований на вартість. Модель описує зв'язок трьох фінансових коефіцієнтів, що впливають на вартість: співвідношення оборотних активів та виручки, співвідношення нерозподіленого прибутку та виручки, темпи зростання виручки, при цьому в основу оцінки також покладається грошовий потік та його збільшення, досягнуте завдяки балансу між прибутком, зростанням виручки та активами (рис. 2.3).

Збалансоване зростання або стан компанії, за яким потоки грошових коштів знаходяться у рівновазі, не залишаючи надлишку та неутворюючи дефіциту, описується моделлю, що має вигляд:

$$E = R / (G \cdot T), \quad (2.14)$$

де E – показник збалансованого зростання; R – відношення нерозподіленого прибутку до виручки; G – темп зростання виручки; T – відношення оборотних активів до виручки.



Рис. 2.3. Об'єднання даних і понять, необхідних для прийняття рішень
Джерело: [106, с. 23]

Відповідно, отримані результати інтерпретуються так: за умови $E = 1$ – потік грошових коштів нейтральний, $E > 1$ – додатний, $E < 1$ – від'ємний, отже для досягнення збалансованого зростання потрібні додаткові грошові кошти або скорочення зростання продажів. Модель К. Уолша встановлює баланс між ключовими параметрами, що створюють грошовий потік і дозволяє зосередитись на фундаментальних параметрах створення вартості.

Підхід Г. Арнольда – М. Дейвіса.

Підхід, запропонований Г. Арнольдом та М. Дейвісом (G. Arnold, M. Davies, 2000), спрямований на максимізацію вартості для акціонерів компанії [117] та передбачає реалізацію п'яти кроків (рис. 2.4):

- збільшити фактичну (очікувану) норму доходності на існуючий капітал, тобто підвищити рентабельність власного капіталу (Return on Equity, *ROE*);
- залучити додаткові інвестиції в бізнес-підрозділи (дивізіони, бізнес-лінії, напрями бізнесу) з найбільшим потенціалом створення вартості;
- вилучити кошти з підрозділів з найменшим вартісним потенціалом, оцінюючі спред (Spread – різницю) між очікуваною (фактичною) та потрібною доходністю;
- підтримка стійкого спреду результатів або збереження стабільної конкурентної переваги через прийняття стратегічних, маркетингових, організаційних та інших дій та створення стійких компетенцій;

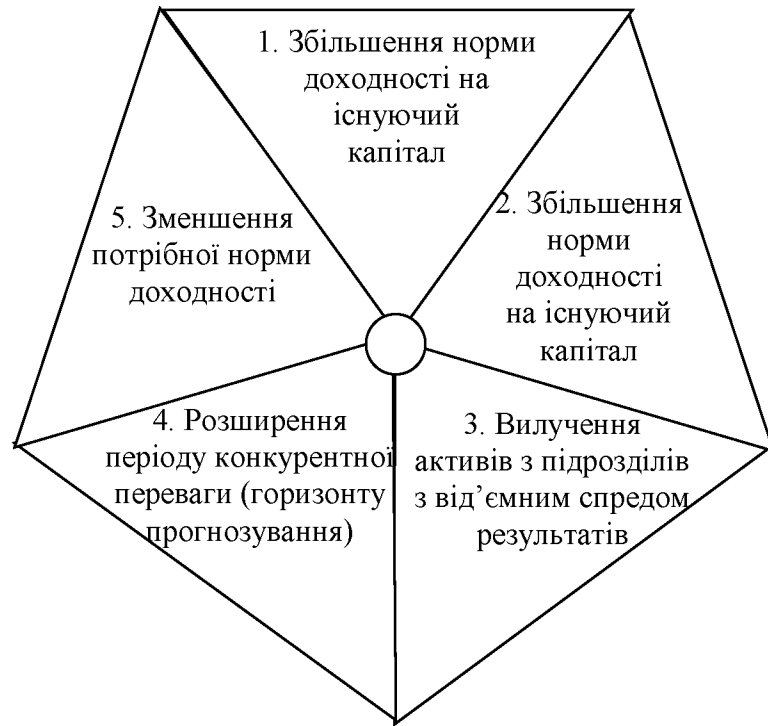


Рис. 2.4. Пентагон дій із збільшення акціонерної вартості

Джерело: [117, с. 23]

– зниження ризиків бізнесу, що обумовлює зменшення потрібної доходності та, відповідно, збільшення спреду.

Управління рентабельністю активів або рентабельністю власного капіталу здійснюється шляхом розкладання результуючих показників на фактори – драйвери створення вартості. При цьому побудова «дерева драйверів» для кожного бізнесу є унікальним завданням внаслідок не повторюваності умов кожної сфери економічної діяльності.

Модель BSC – збалансована система показників.

В контексті критики механізмів управління ефективністю, заснованих виключно на фінансових показниках, виник інструмент, який отримав назву збалансована система показників (Balanced Scorecard, BSC). Система збалансованих показників (Balanced Scorecard, BSC) розроблена у 1990-х рр. Р. Капланом та Д. Нортонем (R. Kaplan, D. Norton, 1996) [184]. Головними засадами концепції є глибока деталізація факторів вартості, коли показники розглядаються як результат узгодження інтересів різних груп та підрозділів компанії (клієнтська складова, персонал, бізнес-процеси) та забезпечується

баланс між фінансовими і нефінансовими заходами. Підтримка цього балансу необхідна, оскільки на переконання Р. Каплана та Д. Нортонa фінансові заходи призводять до прийняття короткострокових рішень, тоді як нефінансові заходи обумовлюють довгострокову стійкість.

Модель BSC дозволяє формувати систему контрольованих показників, орієнтовану на зростання вартості, виявляти вплив окремих співробітників, підрозділів, бізнес-процесів на її формування, приводити стратегічні цілі розвитку компанії у відповідність принципам ціннісно-орієнтованого управління. Відповідно до моделі довгострокові цілі (відображені у стратегічній карті) конкретизуються у тактичних задачах і далі у критеріях з формуванням набору взаємопов'язаних показників у розрізі чотирьох аспектах бізнесу:

- навчання та зростання (Learning and Growth): аналізуються шляхом дослідження ресурсів навчання і знань; визначається, наскільки добре збирається інформація і наскільки ефективно співробітники використовують інформацію для перетворення її в конкурентну перевагу компанії;

- бізнес-процеси (Business Processes): оцінюються шляхом вивчення того, наскільки добре виробляються продукти; відстежуються прогалини, затримки, вузькі місця, дефіцит або втрати;

- клієнти (Customer Perspectives) – збирається інформація щодо задоволеності якістю, ціною та доступністю продуктів або послуг;

- фінанси (Financial Data): використовуються такі дані, як продажі, витрати і доходи, для розуміння фінансових показників (абсолютні фінансові показники, фінансові коефіцієнти, відхилення бюджету або цільові показники доходу) [183].

Відповідно на формальному рівні модель збалансованої системи показників можна описати через залежність:

$$BSC = f(LG, BP, CP, FD), \quad (2.15)$$

де LG – множина показників навчання та зростання; BP – множина показників бізнес-процесів; CP – множина показників клієнтів; FD – множина фінансових показників.

Слід звернути увагу, що саме на рівні бізнес-процесів контроль стратегічної діяльності здійснюється через так звані ключові показники ефективності (Key Performance Indicator, KPI). KPI є вимірювачами досяжності цілей, а також характеристиками ефективності бізнес-процесів і роботи кожного окремого співробітника [8, с. 152].

Збалансована система показників дозволяє комплексно оцінити діяльність компанії та через урахування факторів вартості є адаптованою до цілей VBM. По-перше, BSC передбачає включання фінансових та нефінансових показників, прямо та опосередковано пов'язаних із вартістю. По-друге, дозволяє встановити відповідність стратегічних цілей та показників їх досягнення по всіх блоках системи та рівнях управління. Як наслідок, така модель передбачає певну логіку формування BSC: формування стратегії, поширення стратегії серед підрозділів компанії, узгодження стратегії компанії з цілями персоналу, ув'язка стратегічних цілей з річним бюджетом, ідентифікація та узгодження стратегічних ініціатив, моніторинг та корегування стратегії [39, с. 54].

Етапами формування BSC можуть стати:

1. Визначення місії, що формує чітке уявлення про майбутню позицію компанії, виходячи із можливостей, перспектив розвитку ринку та факторів вартості;
2. Визначення умов здійснення місії – конкурентних переваг та максимізація функції вартості за трьома групами параметрів (ризик, доходність, ліквідність) з урахуванням обмежень відповідно до місії;
3. Формулювання стратегічних цілей та стратегічної карти, що дозволяє досягти головної стратегічної цілі – збільшення вартості;
4. Побудова системи оцінки ефективності діяльності компанії із визначенням задач, ініціатив (набору заходів), проєктів по цілям стратегічної карти та відповідних показників;
5. Значення показників, встановлені за результатами вартісного аналізу, закладаються в модель грошового потоку та у бюджет компанії. При цьому при прогнозуванні грошових потоків враховуються параметри доходності та ризику.

Використання збалансованої системи показників дає компаніям низку ключових переваг. Зокрема BSC дозволяє об'єднувати інформацію в один звіт, замість того, щоб використовувати декілька інструментів, отже економити час, гроші та ресурси. BSC через субоптимізацію допомагає компаніям знизити залежність від неефективності процесів [183]. Оціночні карти надають керівництву важливу інформацію про послуги та якість додатково до фінансових показників, розширюють можливості навчання, надання рекомендацій і підтримки співробітників та інших зацікавлених сторін [207].

Модель ESG – відповідальне інвестування та сталий розвиток.

На рубежі XX–XXI ст. інвестиційний ринок почав відчувати зростаючу потребу в продуктах, орієнтованих на відповідального інвестора. У відповідь на таку тенденцію в 1992 р. між Програмою ООН з навколишнього середовища (United Nations Environment Programme, UNEP) та фінансовим сектором було створено і втілено в Фінансовій ініціативі Програми ООН з навколишнього середовища United Nations Environment Programme Finance Initiative, UNEP FI) глобальне партнерство [245]. У 1998 р. Дж. Елкінгтон (J. Elkington, 1998) відмітив виникнення кластеру нефінансових міркувань, які мають бути включені в чинники, що визначають вартість компанії, зокрема вартість її власного капіталу [152]. Він запропонував поняття «потрійний результат» маючи на увазі прибуток, екологічну стійкість і соціальну відповідальність. Урахування фінансових, екологічних та соціальних факторів у розрахунках розпочало процес руйнування суворого поділу на екологічні та фінансові сектори.

У 2005 р. Freshfields Bruckhaus Deringer відповідно до запиту UNEP FI було підготовлено звіт про тлумачення закону щодо інвесторів і питань екологічного, соціального та корпоративного управління (Environmental, Social and Governance, ESG), у якому включення питань ESG в інвестиційний аналіз було визнано припустимим і навіть частиною фідучіарних (Fiducia – довіра) – довірчих зобов'язань [162]. Результати низки науково-прикладних економічних досліджень підтверджували таку позицію. Зокрема М. Барнетт і Р. Саломон (M. Barnett, R. Salomon, 2006) виявили криволінійний характер взаємозв'язку між

соціальною відповідальністю та фінансовими показниками [121].

У 2006 р. Організацією Об'єднаних Націй було представлено Принципи відповідального інвестування (UN Principles for Responsible Investment, PRI), засновані на уявленні про те, що екологічні, соціальні та корпоративні питання, такі як зміна клімату і права людини, впливають на ефективність інвестиційних портфельів, і тому їх слід розглядати поряд з більш традиційними фінансовими факторами [242]. Шість проголошених принципів стали глобальною основою для інвесторів в контексті ESG (рис. 2.5).

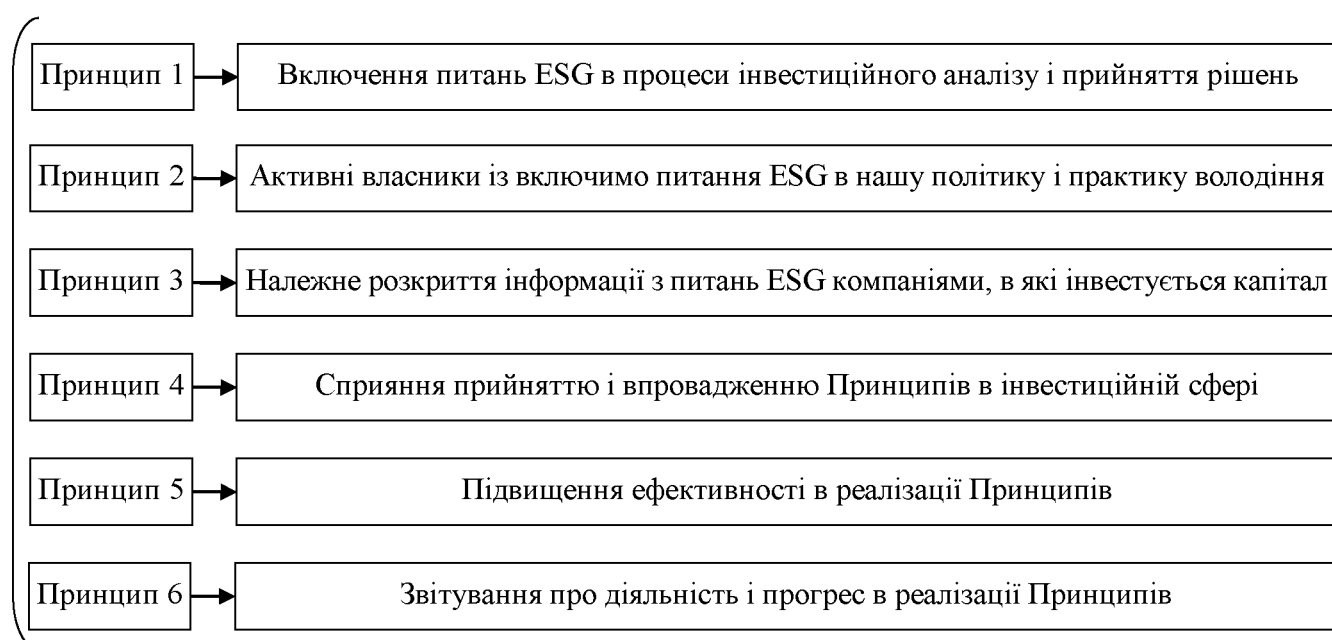


Рис. 2.5. Принципи відповідального інвестування

Джерело: складено за [242]

У 2008 р. CFA Institute було запропоновано концептуальний підхід до урахування критеріїв ESG в інвестиційному аналізі [154].

З метою формування для потенційних інвесторів та фінансових аналітиків надійного інструментарію ідентифікації ризиків та оцінювання вартості компаній, в які інвестується капітал, до базової моделі оцінки ефективності корпоративного управління [236] було додано екологічні, соціальні та управлінські фактори.

Підхід впливав з того, що врахування факторів стійкості, факторів корпоративної соціальної відповідальності (Corporate Social Responsibility, CSR), нефінансових факторів, позафінансових факторів та факторів соціальних інвестицій традиційно застосовувалося для узгодження інвестиційної стратегії з організаційною місією, для орієнтації інвестиційних рішень на масштабні суспільні цілі та політичні завдання.

Також при формуванні підходу ураховувались результати академічних досліджень потенційного впливу екологічних, соціальних та управлінських факторів на портфельні компанії, висновки щодо можливості виявлення пов'язаних з ними ризиків, які можуть обмежити майбутні економічні ресурси [154, с. 8].

В межах моделі CFA Institute було запропоновано орієнтовний перелік ESG-питань (табл. 2.1), які слід розглядати з огляду на потенційний фінансовий вплив.

Таблиця 2.1

Основні питання ESG

Екологічні питання	Соціальні питання	Питання управління
Викиди вуглецю, викиди парникових газів, розкриття / вимірювання та звітність	Добробут тварин	Кумулятивне голосування
Зміна клімату; вплив на компанію / ризик / можливості	Дитяча праця	Структура акцій
Зміна екосистеми	Громадські відносини	подвійного класу
Заклади, що посиляються на екологічні ризики	Дискримінація	Виконавча компенсація (оплата роботи, оплата власного капіталу)
Утилізація / очищення небезпечних відходів	Різноманітність (різноманітність співробітників / правління)	Голосування більшості
Ліцензія на діяльність у громадах	Заклади, посиляючись на соціальні ризики	Отруйні таблетки
Забруднення	Генетично модифіковані організми	Скажімо про оплату
Відновлювальна енергія	Суперечки щодо прожиткового мінімуму	Поділ посади голови / генерального директора
Вичерпання ресурсів	Хижацьке кредитування	Права акціонерів
Використання та утилізація токсичних хімічних речовин	Політичний внесок	Шахові дошки
	Політичний ризик залучення до проблемних ринків, країн	Захист від поглинання / ринок для контролю
	Сексуальні домагання	
	Дорадчий голос акціонера щодо компенсації керівництву	
	Рабська праця	

Джерело: складено автором за [154, с. 12]

У 2015 р. було проведене дослідження, засноване на академічних оглядах моделі «ESG – CFP», опублікованих з 1970 р. [156].

Розгляд зв'язку між екологічними, соціальними, корпоративними показниками (ESG) та фінансовими показниками (Corporate Financial Performance, CFP), продемонстрував виключно позитивну кореляцію між ESG і CFP. Тільки 10 % досліджень виявляють негативний взаємозв'язок ESG – CFP.

У 2016 р. PRI було розроблено практичні рекомендації інвесторам (власникам активів та інвестиційним менеджерам) щодо впровадження методів інтеграції ESG в інвестиційний процес [115]. У керівництві міститься інформація і тематичні дослідження методів інтеграції, що можуть застосовуватися до інвестиційних стратегій, включаючи:

- фундаментальні (Fundamental Investment),
- кількісні (Quantitative Investment),
- інтелектуальні бета-версії (Smart Beta Investment) і
- пасивні інвестиції (Passive Investment).

Модель інтеграції ESG (ESG-інтегрованого аналізу) являє собою циклічний процес послідовної реалізації чотирьох етапів (рис. 2.6).

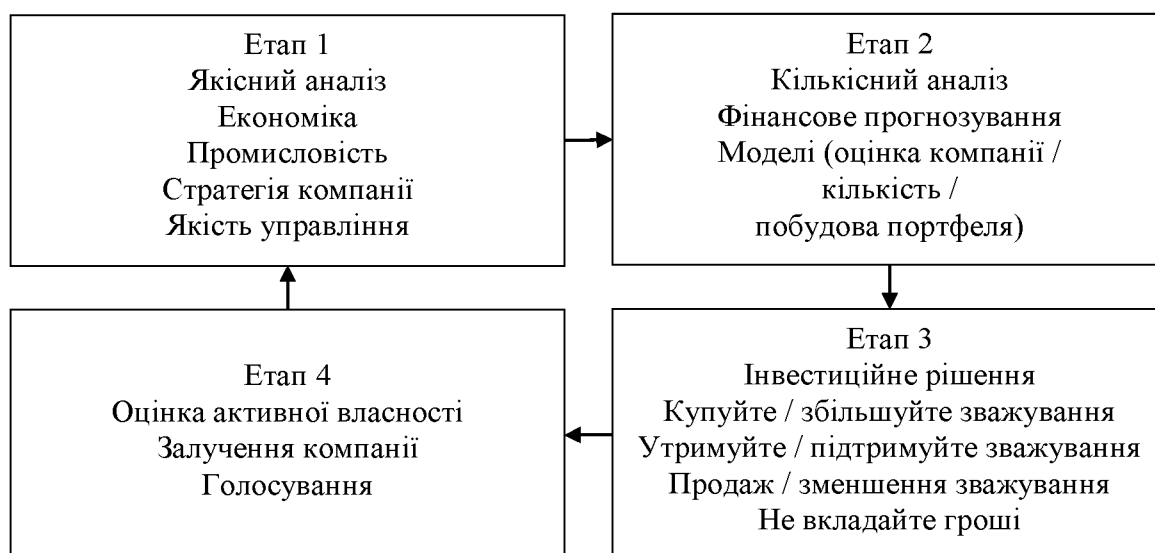


Рис. 2.6. Модель інтеграції ESG

Джерело: [115, с. 13]

Результати постійного моніторингу показників відповідального інвестування демонструють стійку позитивну динаміку. Якщо за даними 2015 р. в в активи під управління сторонами, які підписали Принципи відповідального інвестування, було вкладено близько 60 трлн дол. США (50 % від загальної глобальної бази інституційних активів), то станом на 31 березня 2020 р. інвестиції підписантів PRI вже досягли 103,4 трлн дол. США [242].

З урахуванням новітніх глобальних трендів у 2020 р., що охоплюють питання ESG та цифрові трансформації бізнесу, було розширено погляд на модель NcKinsey [189]. У цьому виданні Т. Коупленда, Т. Коллера та Дж. Муррина (Т. Koller, M. Goedhart, D. Wessels, 2020) до традиційної аналітичної системи було додано оцінку ESG та цифрових ініціатив [189, с. 162–178].

Узагальнюючі вищенаведене слід підкреслити, що сучасне ціннісно-орієнтоване управління фіксує процеси менеджменту та економічного розвитку на створенні та максимізації цінності компанії для багатьох стейкхолдерів. Сформовані концептуальні засади свідчать про необхідність генерації, прийняття та реалізації альтернатив в контексті досягнення фінансових та нефінансових цілей. Такий контекст обумовлює взаємопов'язаність, цілісність, єдність двох важливих складових цінності: *вартість і сталість функціонування та розвитку компанії*.

2.2. Аналітична оцінка економічного розвитку транспортних компаній України

Існують три основні методичні підходи до оцінки вартості компанії, що ураховують різні часові аспекти: минуле, теперішній час, майбутнє (рис. 2.7). Основні методичні підходи офіційно встановлені в національних стандартах оцінки [84].

Аналізуючи зміст методичних підходів через часові ознаки, його можна звести до наступного:

1) витратний підхід (майновий – за стандартом використовується «для оцінки об'єктів у формі цілісного майнового комплексу та у формі фінансових інтересів», п. 38 [84]) – спирається на інформацію про минуле.

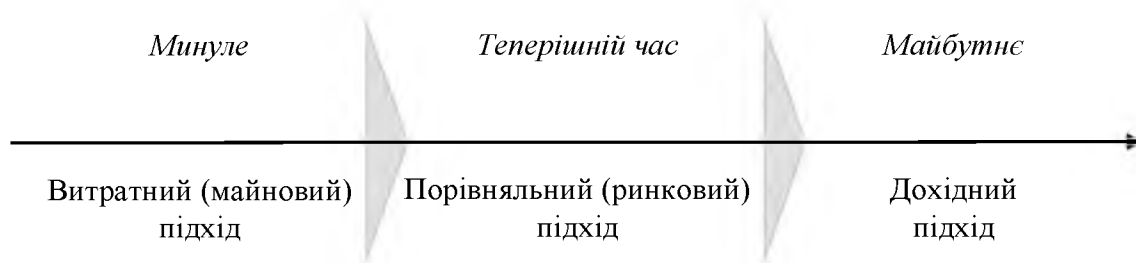


Рис. 2.7. Взаємозв'язок методичних підходів оцінки вартості та фактору часу
Джерело: розроблено автором

Вартість компанії за витратним підходом розраховуються на основі оцінки витрат на створення наявних активів, здійснених в минулому та переведених в поточні ціни з урахуванням знецінення активів або на основі ліквідаційної вартості. Відповідно витратний підхід ґрунтується на врахуванні принципів корисності та заміщення і передбачає визначення поточної вартості витрат на відтворення або заміщення об'єктів оцінки з подальшим коригуванням їх на суму зносу (знецінення). Згідно із національним законодавством пропонується використовувати два методи витратного підходу:

- метод прямого відтворення, за яким визначається вартість відтворення з подальшим вирахуванням суми зносу (знецінення),
- метод заміщення, що ґрунтується на визначенні вартості заміщення з подальшим вирахуванням суми зносу (знецінення) (п. 40 [84]);

2) порівняльний (ринковий) підхід використовує інформацію теперішнього часу. Методи оцінки засновані на порівняльному оцінюванні об'єкта з аналогами, вартість яких вже відома, з урахуванням результативності поточної діяльності компанії. Згідно із встановленими нормами порівняльний підхід ґрунтується на врахуванні принципів заміщення, попиту і пропозиції та передбачає аналіз цін подібного майна (що має відповідати критеріям: подібності місця розташування, фізичних та функціональних ознак, умов купівлі-продажу, типовості умов оплати, можливості урахування зміни ринкових умов) з відповідним коригуванням з урахуванням відмінностей між об'єктами (п. 47–49 [84]). Коригування вартості об'єкта здійснюється шляхом додавання або вирахування грошової суми із

застосуванням коефіцієнта (відсотка) до ціни продажу (пропонування) зазначеного майна або шляхом їх комбінування об'єктами (п. 49 [84]);

3) дохідний – зорієнтований на прогнозуванні майбутніх грошових потоків, які генеруються економічною діяльністю компанії. Звертаючись до стандартів, слід додати, що дохідний підхід базується на врахуванні принципів найбільш ефективного використання та очікування, відповідно до яких вартість об'єкта оцінки визначається як поточна вартість очікуваних доходів від найбільш ефективного використання об'єкта оцінки, включаючи дохід від його можливого перепродажу п. 42 [84]. Відповідно до концепції приведеної вартості справедлива вартість будь-якого об'єкта оцінки (що визначає ринкову та інвестиційну вартість, а також інші види вартості, які ґрунтуються на принципі корисності, зокрема ліквідаційну вартість, вартість ліквідації тощо) являє собою приведену оцінку майбутнього потоку доходів. Як наслідок дохідний підхід ґрунтується на методології дисконтування грошових потоків, а його основними методами, що застосовуються залежно від наявності інформації щодо очікуваних (прогнозованих) доходів, стабільності їх отримання та виду вартості, що підлягає визначенню, є:

- метод прямої капіталізації доходу, що застосовується при прогнозуванні обмеженого у часі, постійного за величиною та рівного у проміжках періоду прогнозування чистого операційного доходу – капіталізація при цьому визначається діленням чистого операційного доходу на ставку капіталізації,

- метод непрямої капіталізації доходу (дисконтування грошових потоків), рекомендований, якщо прогнозовані грошові потоки неоднакові за величиною, непостійні протягом періоду прогнозування та/або обмежені щодо отримання у часі – прогнозовані грошові потоки, у т.ч. вартість реверсії, визначаються шляхом дисконтування із застосуванням обґрунтованої ставки дисконту.

Ставка капіталізації та ставка дисконту розраховуються за результатами:

- аналізу інформації про доходи від використання та ринкові ціни подібного майна;

- порівняльного аналізу дохідності інвестування в альтернативні об'єкти (депозити, цінні папери, майно тощо) п. 45 [84].

Також ставка дисконту є функцією ризику від очікуваних грошових потоків. При цьому вищі ставки застосовуються для більш ризикових активів [70, с. 65].

Слід додати, що методологія оцінки вартості не обмежується лише методами, в нормованими стандартом. Дослідники узагальнюють чисельнішу кількість методів по кожному із основних методичних підходів (табл. 2.2).

Крім того, як свідчать представлені узагальнення більшість концепцій переважно застосовують дохідний підхід, у т.ч. з використанням прямої капіталізації та дисконтування, відповідно з урахуванням результатів проведених у попередньому підрозділі досліджень цей перелік далеко не вичерпний. Широке застосування в практиці ціннісно-орієнтованого управління і оцінки вартості бізнесу та/або компанії отримали різні методи.

Стосовно публічних компаній використовуються методи, заснований на обчисленні показника:

- загальної акціонерної рентабельності (Total Shareholder Return, TSR) і
- ринкової доданої вартості (Market Value Added, MVA).

Для аналізу динаміки вартості за період застосовуються методи, засновані на обчисленні:

- залишкового доходу (Residual Income, RI),
- економічної доданої вартості (Economic Value Added, EVA),
- доданої акціонерної вартості (Shareholder Value Added, SVA),
- грошової доданої вартості (Cash Value Added, CVA),

що розраховуються на основі балансового прибутку та / або грошових потоків [13, 38].

Складно не погодитись із позицією Т. В. Ващенко та Р. О. Восканян, які стверджують, що дохідний підхід, даючи оцінку справедливої (фундаментальної) вартості компанії, в максимальному ступені відповідає цілям інвестування та інтересам власників капіталу [8, с. 33], тому з позиції ціннісно-орієнтованого управління є найприйнятнішим.

Методичні підходи, методи і моделі оцінки вартості компанії

Методичні підходи	Методи оцінки	Моделі оцінки
Дохідний підхід	Метод капіталізованого доходу Метод дисконтування грошових потоків (Discounted Cash Flow, DCF)	Дисконтування грошових потоків для фірми (Free Cash Flow to the Firm, FCFE) Дисконтування грошових потоків, що припадають на власний капітал (Free Cash Flow to Equity, FCFE) Загальна акціонерна рентабельність (Total Shareholder Return, TSR) Залишковий дохід (Residual Income, RI) Економічна додана вартість (Economic Value Added, EVA) Додана акціонерна вартість (Shareholder Value Added, SVA) Грошова додана вартість (Cash Value Added, CVA) Ринкова додана вартість (Market Value Added, MVA)
Порівняльний (ринковий) підхід	Метод компанії-аналога Метод угод Метод галузевих коефіцієнтів	Мультиплікатор «ринкова ціна акції / прибуток на одну акцію» (Price to Earnings, P/E) Мультиплікатор «ринкова ціна акції / прибуток до вирахування амортизації, відсотків та податків на акцію» (Price to EBITDA, P/EBITDA) Мультиплікатор «вартість компанії / прибуток до вирахування амортизації, відсотків та податків на акцію» (Enterprise Value to EBITDA, EV/EBITDA) Мультиплікатор «ринкова ціна акції / балансова вартість акції» (Price/Book Value Ratio, P/BV) Мультиплікатор «ринкова ціна акції / дивідендні виплати на акцію» (Price to Dividends, P/D) Мультиплікатор «ринкова ціна акції / виручка від реалізації на акцію» (Price to Sales, P/S) Мультиплікатор «ринкова ціна акції / грошовий потік на одну акцію» (Price to Cash Flow, P/CF)
Витратний (майновий) підхід	Метод чистих активів Метод ліквідаційної вартості	Модель вартості заміщення (Replacement Cost, RC) Модель ліквідаційної вартості (Liquidation Value, LV)

Джерело: складено автором за [8, 13, 38, 84, 70, 200]

Між тим, не треба недооцінювати і інші методичні підходи. Так порівняльний підхід допомагає визначити ринкову вартість, порівняння якої з фундаментальною вартістю дозволяє встановити чи є об'єкт оцінки недооціненим або переоціненим. Очевидно, що за умови використання різних методичних підходів будуть сформовані різні значення вартості, як втім і методів оцінювання. Однак, за ствердженням дослідників, різні методи дохідного підходу при коректній оцінці мають давати той самий результат [8, с. 33].

Зважаючи на пріоритетність та поширеність дохідного підходу в оцінці вартості компанії, серед ключових факторів вартості вчені виділяють такі, що обумовлюють зростання доходів, випереджальне збільшення рентабельності інвестованого капіталу, масштабування грошових потоків. Так, В. Б. Сироткин зазначає, що вартість визначають такі основоположні фактори:

1. Темпи, з якими компанія нарощує свої доходи;
2. Рентабельність інвестованого капіталу відносно середньозважених витрат на капітал;
3. Вільний грошовий потік – чистий прибуток – чисті інвестиції [92, с. 13].

Аналіз залежностей показників, що формують моделі оцінки вартості компанії, дозволяє стверджувати, що вказані В. Б. Сироткиним фактори слід вважати ключовими. Компанії створюють вартість, коли інвестують у проекти з рентабельністю, яка перевищує вартість капіталу [153], що підтверджується концепцією максимізації рентабельності інвестицій (Return on Investment, ROI) та теоріями капіталізації доходу (Capitalization of Income Method of Valuation), дисконтованих грошових потоків (Discounted Cash Flows Model, DFC Model), економічного прибутку (Residual Income, RI) [118, 104, 132, 206]. Відповідно до найдивніших з позицій створення вартості, як вагової складової цінності компанії, необхідно відносити рішення, що розв'язують такі задачі як:

– збільшення рівня прибутку на одиницю залученого капіталу, отже збільшення рентабельності вже інвестованого капіталу (Return on Invested Capital, *ROIC*):

$$ROIC \rightarrow \max ; \quad (2.16)$$

– максимізація рівня прибутку нових інвестиційних проектів, тобто збільшення рентабельності нових інвестицій (Return on Investment, ROI):

$$ROI \rightarrow \max ; \quad (2.17)$$

– збільшення темпів зростання доходу та прибутку (g) за умови перебільшення рівнем рентабельності інвестованого капіталу та нових інвестицій середньозваженої вартості капіталу компанії:

$$g \rightarrow \max , \text{ якщо } ROIC \succ WACC , ROI \succ WACC ; \quad (2.18)$$

– зменшення витрат на капітал – середньозваженої вартості капіталу (Weighted Average Cost of Capital, $WACC$):

$$WACC \rightarrow \min . \quad (2.19)$$

Середньозважена вартість капіталу визначає граничну (мінімальну) ставку доходності, перевищення якої забезпечує нормальне функціонування та формує економічні засади майбутнього розвитку компанії. Саме перевищення рентабельністю інвестованого капіталу його середньозваженої вартості і забезпечує створення доданої вартості та ринкову капіталізацію компанії. Залежно від пропорцій розподілу прибутку на виплату дивідендів і реінвестування створюються можливості для зростання вартості компанії за принципами складних відсотків. З урахуванням того, що зростання реінвестування за певних обставин може зменшувати рентабельність інвестицій, компанія має дотримуватись чіткої стратегічної позиції економічного розвитку та швидко зростаючому ринку, за якої $ROI \succ WACC$. Відповідно формується система ключових співвідношень:

$$\begin{cases} ROI = WACC, V = BV; \\ ROI \succ WACC, V \succ BV; \\ ROI \prec WACC, V \prec BV, \end{cases} \quad (2.20)$$

де V – ринкова вартість (Value) капіталу компанії; BV – балансова вартість (Book Value) капіталу.

Це означає, що:

1. Якщо рентабельність інвестицій дорівнює середньозваженій вартості капіталу ($ROI = WACC$) або якщо в умовах економічного розвитку зростаючи доходи компенсують зростаючи витрати, додана вартість не створюється та ринкова вартість капіталу дорівнює його балансовій вартості ($V = BV$);

2. Якщо рентабельність інвестицій перевищує середньозважену вартість капіталу ($ROI > WACC$), ринкова вартість компанії вище балансової ($V > BV$), створюється додана вартість тим більше, чим більше темпи зростання доходів порівняно із темпами зростання витрат;

3. Якщо рентабельність інвестицій є меншою порівняно з середньозваженою вартістю капіталу ($ROI < WACC$), ринкова вартість є нижчою за балансову ($V < BV$) і компанія втрачає вартість тим суттєвіше, чим вищим є темп зростання доходів.

В наслідок існування означених закономірностей і дії економічного закону поступового наближення внутрішньої норми доходності та середньозваженої вартості капіталу, економісти говорять про можливість досягнення компанією стану рівноваги, за яким додаткові надходження від інвестицій зрівнюються із витратами та подальші інвестиції нерациональні, а отже зростання потребує інновацій, що сіткоподібно збільшують рентабельність інвестованого капіталу, або нові стратегії, що дозволяють випереджати конкурентів [92, с. 14].

У якості графічної ілюстрації вказаних співвідношень слід привести схему створення вартості за теорією економічної доданої вартості О. Кравченка (рис. 2.8), який пропонує розглядати економічну додану вартість у співвідношенні з інвестованим капіталом або активами компанії, задіяними в операційній діяльності (Capital Employed, CE) та, відповідно, визначати вказану залежність як різницю між показником рентабельності чистих активів (Return on Capital Employed, ROCE) та середньозваженою вартістю капіталу (Weighted Average Cost of Capital, WACC). В такому поданні компанія створює вартість за умови $EVA > 0$, а отже, за $ROCE > WACC$ [49, с. 189]. Такий підхід дозволив О. Кравченко поглибитись у вивчення факторів впливу через модель DuPont.

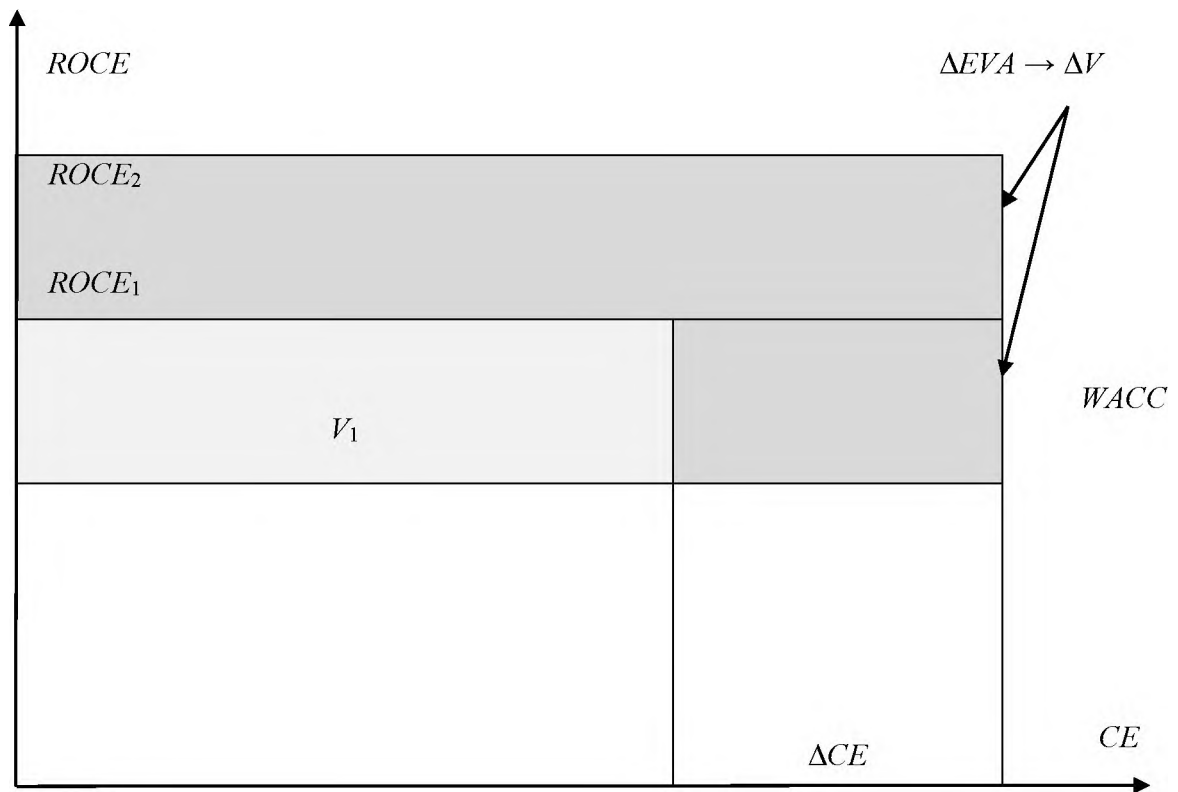


Рис. 2.8. Схема створення вартості за теорією економічної доданої вартості
Джерело: [49, с. 190]

Модель DuPont є швидким і зручним інструментом, що допомагає зрозуміти взаємозв'язок між чистим прибутком, виручкою від реалізації, сукупними активами та/або інвестованим капіталом, а також показує як компанії генерують прибуток і наскільки ефективно використовують активи (інвестований капітал) для збільшення продажів. За аналогією за умови, що в масштабі компанії загальна величина активів (*Assets, A*) дорівнює інвестованому капіталу (*Invested Capital, IC*) – $TA = IC$, рентабельність інвестицій описується двофакторною моделлю DuPont (Two-Step DuPont):

$$ROI = \frac{NOPAT}{S} \cdot \frac{S}{A} = ROS \cdot AT. \quad (2.21)$$

При цьому рентабельність власних інвестицій або акціонерного капіталу (*Shareholders Equity*) представити через трьох факторну або п'яти факторну залежності (Three-Step DuPont та Five-Step DuPont):

$$ROE = \frac{NOPAT}{S} \cdot \frac{S}{A} \cdot \frac{A}{SE} = ROS \cdot AT \cdot EM; \quad (2.22)$$

$$ROE = \frac{EBIT}{S} \cdot \frac{S}{A} \cdot \frac{A}{SE} \cdot (1-T) = ROS \cdot AT \cdot EM \cdot (1-T),$$

де *NOPAT* – чистий прибуток за вирахуванням скоригованих податків (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes); *S* – виручка від реалізації продукції (Sales); *A* – загальна величина активів (Assets); *SE* – власний капітал (Shareholders Equity); *T* – ставка податку на прибуток (Taxes); *ROS* – рентабельність продажів (Return on Sales); *AT* – коефіцієнт оборотності активів (Asset Turnover Ratio), що є мірою ефективності використання активів; *EM* – мультиплікатор власного капіталу, що є мірою фінансового важелю (Equity Multiplier).

Поєднуючи модель економічної доданої вартості (Economic Value Added, EVA), зокрема модель Дж. Стерна – Б. Стюарта, та модель DuPont у блок-схемі можна деталізувати основні факторні підкомпоненти (рис. 2.9).

Очевидно, що логіка формування залежності економічної доданої вартості від факторних підкомпонентів тотожні для будь-якого сектору економіки та виду економічної діяльності. Одночасно зрозуміло, що галузь все ж таки накладає певний вплив, але не скільки у складі ключових факторів формування вартості, скільки у структурі, пропорціях розподілу, рівні факторних показників, а отже результуючого показника у підсумку.

Тривала історія створення вартості в транспортно-логістичному секторі врівноважується переконливими результатами, продемонстрованими успішними галузевими компаніями. Д. Хаусманн, І. Нанг, В. Рем і М. Роткопф (L. Hausmann, I. Nangia, W. Rehm, M. Rothkopf, 2015) відмічають, що незважаючи на економічні проблеми, з якими в процесі свого функціонування та розвитку перманентно стикаються компанії транспортно-логістичного сектору, ряд потужних мегатрендів створюють безпрецедентні можливості для виходу на нові ринки і перегляду існуючих бізнес-моделей [178].

Географічна широта полігонів обслуговування та інтенсивність використання інфраструктури, рухомого складу, інших об'єктів визначають специфіку ринків транспортних послуг.

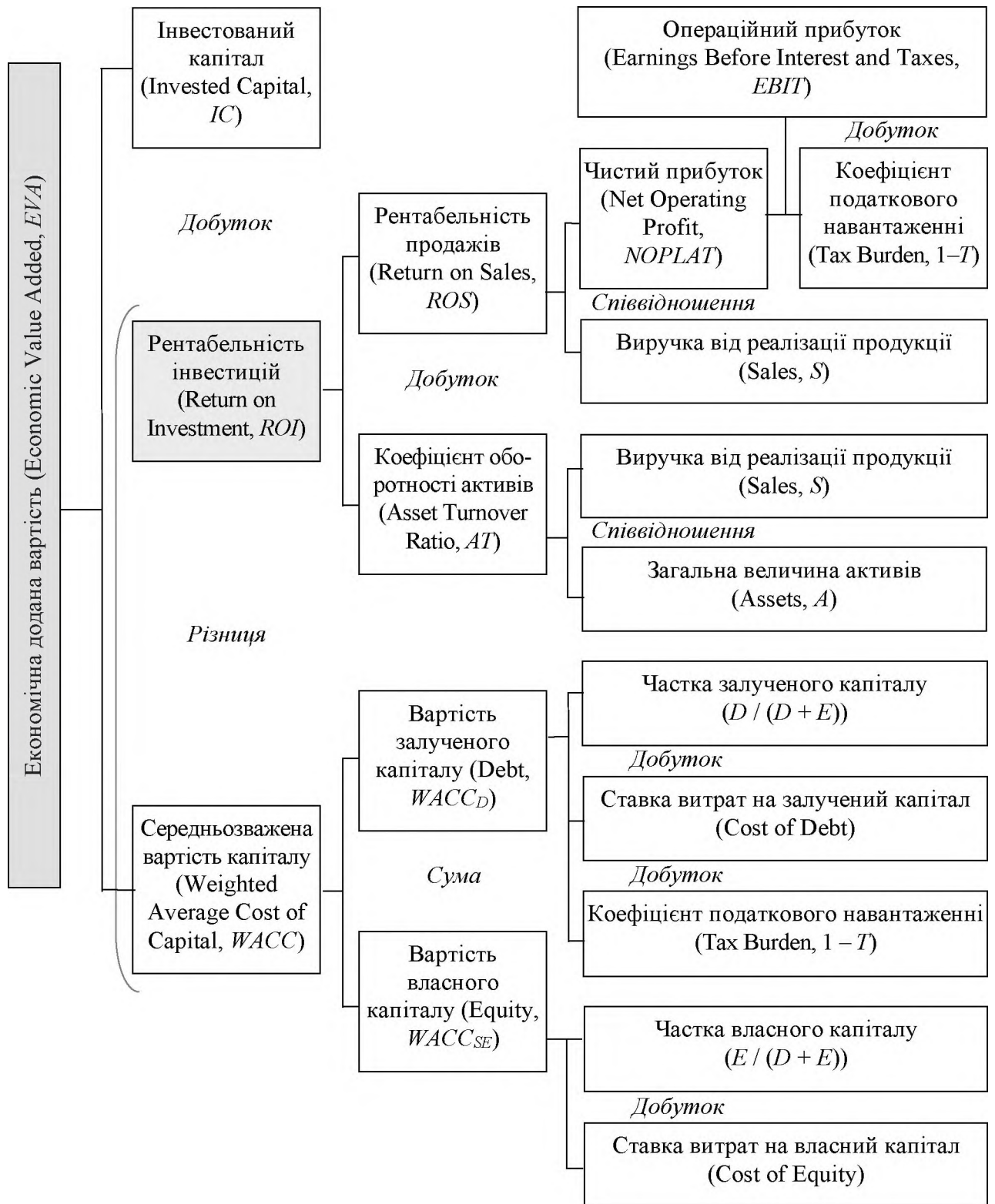


Рис. 2.9. Блок-схема залежності економічної доданої вартості від факторних підкомпонентів

Джерело: розроблено автором

На макрорівні через інтенсивне використання активів транспортний і логістичний сектори є важливим компонентом економіки та інструментом

регіонального і національного розвитку; особливо в глобальній економіці, де економічні можливості тісно пов'язані з мобільністю людей і вантажів, що у сучасному середовищі зростає, у т.ч. через швидке проникнення у ланцюг доданої вартості інформаційних та комунікаційних технологій. На рівні компаній очевидним є зв'язок між кількістю і якістю використання транспортної інфраструктури, рухомого складу, терміналів та інших об'єктів для консолідації, збереження та деконсолідації транспортних потоків, рівнем економічного розвитку, ринковою вартістю та цінністю бізнесу.

Як свідчать результати глобального дослідження показників ринку капіталу двохстах шести десяти чотирьох транспортних компаній за десять років у галузях:

- залізничні перевезення,
- автотранспортні перевезення,
- авіаційні перевезення,
- експедирування вантажів,
- поштові послуги та кур'єрська доставка,
- логістика,

у світовому масштабі специфічними галузевими проблемами створення вартості, як до, так і після економічної кризи, отже незалежно від циклічної динаміки національних економік та умов невизначеності ринкового середовища, є:

1) галузевий рівень загальної акціонерної рентабельності майже у півтора рази нижче середнього рівня;

2) наявний значний внутрішньогалузевий розрив у рівнях ефективності та сумарних економічних прибутках компаній;

3) нижчою за середній рівень є рентабельність інвестованого капіталу [178].

Узагальнено сукупність галузевих проблем збільшення вартості подана на рис. 2.10.

З урахуванням змісту проблематики галузевого ціннісно-орієнтованого управління до ключових умов збільшення вартості та створення цінності транспортних компаній можна віднести:

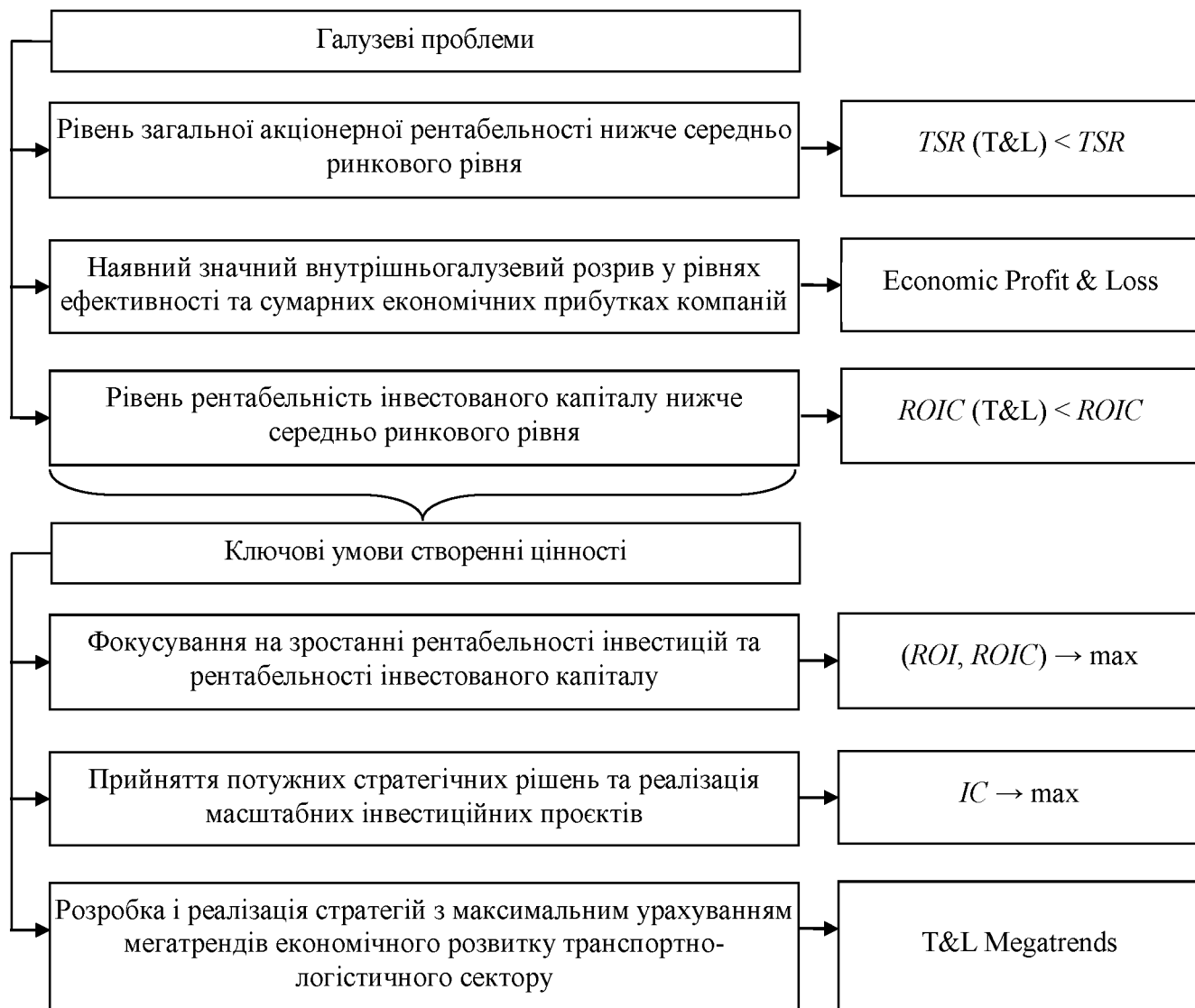


Рис. 2.10. Проблеми та ключові умови збільшення вартості та створення цінності транспортних компаній

Джерело: розроблено автором

1. Фокусування на зростанні рентабельності інвестицій та рентабельності інвестованого капіталу;
2. Прийняття потужних стратегічних рішень та реалізація масштабних інвестиційних проєктів (зокрема, що реалізуються в результаті великих замовлень);
3. Розробка і реалізація стратегій з максимальним урахуванням мегатрендів економічного розвитку транспортно-логістичного сектору.

Показники наскрізного циклу ринку капіталу в транспортно-логістичному секторі нижче вимог інвесторів. За останні десять років компанії вибірки у

середньому отримали загальну акціонерну рентабельність (Total Shareholder Return, TSR) в розмірі 7,2 %, що набагато нижче загальної середньої вартості капіталу (10,5 %). При цьому динаміка факторних показників у вибірці показала зростання виручки від реалізації продукції від середнього до вище середнього при середньорічному темпі зростання в 3,6 %, рентабельність інвестованого капіталу (Return on Invested Capital, ROIC) в 7,5 % була нижче, ніж в більшості інших секторів.

У досліджуваній вибірці результати діяльності 60 % компанії обумовили зменшення у 3,5 рази сумарного економічного прибутку, створеного 40 % компаній. Між тим окремі ефективні компанії в кожній галузі змогли створити цінність, як правило, шляхом сміливих стратегічних рішень щодо збільшення прибутку і зростання ефективності капіталу. Д. Хаусманн, І. Нанг, В. Рем і М. Роткопф (L. Hausmann, I. Nangia, W. Rehm, M. Rothkopf, 2015) у якості прикладу відзначають великі замовлення на нові літаки, розміщені EasyJet і Ryanair на насиченому внутрішньо європейському ринку авіаперевезень [178]. Обидві компанії забезпечили безперервне зростання вартості за рахунок суворого контролю над витратами «з чистого аркуша» і неперевершеною продуктивністю активів, отримуючи вигоду від знижок на великі замовлення і найвищої в своєму класі кількості годин польоту в день.

Ключом до подолання обережного ставлення інвесторів та недооцінювання ринком вартості компаній транспортно-логістичного сектору є зростання рентабельності інвестицій. Очікування ринку щодо результатів економічної діяльності транспортних компаній нижче середнього індексу S&P 500. Очікування слабого зростання та низький рівень ROIC призводить до збільшення приблизно 11 оціночних мультиплікаторів (проти 13,5 для S&P 500 загалом). Виходом із створеної ситуації дослідники вбачають у тому, що рішення проблеми порівняно низької рентабельності інвестованого капіталу має бути в центрі будь-якої стратегії створення вартості транспортних компаній.

Виграшні стратегії дозволять максимально використовувати мегатренди, які формують транспортно-логістичний сектор.

Збільшення числа мегаполісів і поява нових регіональних осередків зародження і зростання транспортних потоків змінить масштаби і характер обслуговування територій, відповідно урахування означених тенденцій з прийняттям відповідних стратегічних рішень дозволить транспортним компаніям масштабувати економічну діяльність, спрямовувати та прискорити власний економічний розвиток.

Нова нормальність (New Normal), відповідно до якої формуються нова конкуренція та створюються нові ринки, на яких усталені бізнес-моделі руйнуються і застарівають, водночас новаторське мислення та гнучкість стають необхідністю у швидко змінному соціально-економічному середовищі [192], обумовлює виникнення революційних технологій і пов'язаних з ними рішень, зокрема спільних перевезень (Shared Transportation та, відповідно, технології спільної мобільності – Shared Mobility Typology). Транспортні компанії, як і компанії інших галузей економіки, зтикаються з необхідністю урахування впливу цифрової революції (Digital Revolution), четвертої промислової революції (Fourth Industrial Revolution або Industry 4.0), пандемічних умов і наслідків COVID-19, а отже запровадження цифрових трансформацій (Digital Transformation) бізнесу. Технологічний прогрес вимагає від галузевих компаній здійснення обґрунтованого вибору альтернатив та швидкого прийняття гнучких рішень, що забезпечують зростання інтенсивності використання активів, збільшення ефективності економічної діяльності та підвищення результативності інвестиційних програм.

Швидкі зміни нормативно-правових і геополітичних умов потребують нових підходів до управління зовнішніми відносинами компаній з урахуванням необхідності узгодження різних інтересів чисельних зацікавлених сторін. Так само припущення про майбутнє нормативне та геополітичне середовище є критично важливою складовою сукупності вихідних даних при розробці стратегії. Реактивний або проактивний характер прийняття рішень визначається створеною у компанії системою моніторингу. За висновками Національної асоціації корпоративних директорів США (National Association of Corporate Directors, NACD) у непередбачуваному, невизначеному середовищі на тлі ескалації геополітичної

напруженості та низки значних змін в нормативно-правовій базі будь-які компанії, зокрема транспортно-логістичного сектору, мають формувати систему управління наслідками політичних, регуляторних і геополітичних зрушень, оцінки стратегічні припущень і наслідків реалізації сценаріїв, актуальних для галузевих секторів, диверсифікації економічної діяльності, особливо якщо структура доходів залежить від державного фінансування, тощо [169].

Відповідно менеджменту транспортних компаній слід відстежувати події в опублікованих джерелах, моніторити ситуацію геополітичних гарячих точок, запровадити постійне спостереження за групами з особливими інтересами, інформувати законодавчі та регуляторні органи, галузеві асоціації, громадські організації, експертів та авторитетних осіб, що визначають політику, шляхом формування точок зору, адміністрування соціальних мереж, організації зустрічей, листування, та використання інших засобів підтримки зв'язків з громадськістю та суспільством. З іншого боку за допомогою проведення оцінок впливу, оновлення політик, модифікації існуючих і впровадження нових процесів і систем необхідно реагувати на нове законодавство та нові нормативні акти. Крім цього на підставі явних та/або неявних припущень про майбутнє, очікувань щодо регуляторного середовища та глобальних ринків визначити ймовірні та екстремальні сценарії, урахувати вплив різних ініціатив адміністрації на ринки, канали збуту, клієнтів, кадровий резерв, ланцюги постачань, структуру витрат, бізнес-моделі компанії. Формування сценаріїв корисно для розуміння потенційного впливу на бізнес нових ринкових можливостей і можливих руйнівних змін, розробки планів реагування в надзвичайних ситуаціях, збільшення рівня стратегічної гнучкості порівняно із минулим.

У такому разі головними імперативами збільшення вартості та створення цінності транспортних компаній, представленими на рис. 2.11, є:

а) гнучкість у розподілі ресурсів. Компанії, які краще підготовлені до гнучкого перерозподілу ресурсів, успішніші в створенні більш високої загальної акціонерної рентабельності, що особливо вірно по відношенню до географічно рознесених мережевих галузей транспорту і логістики.

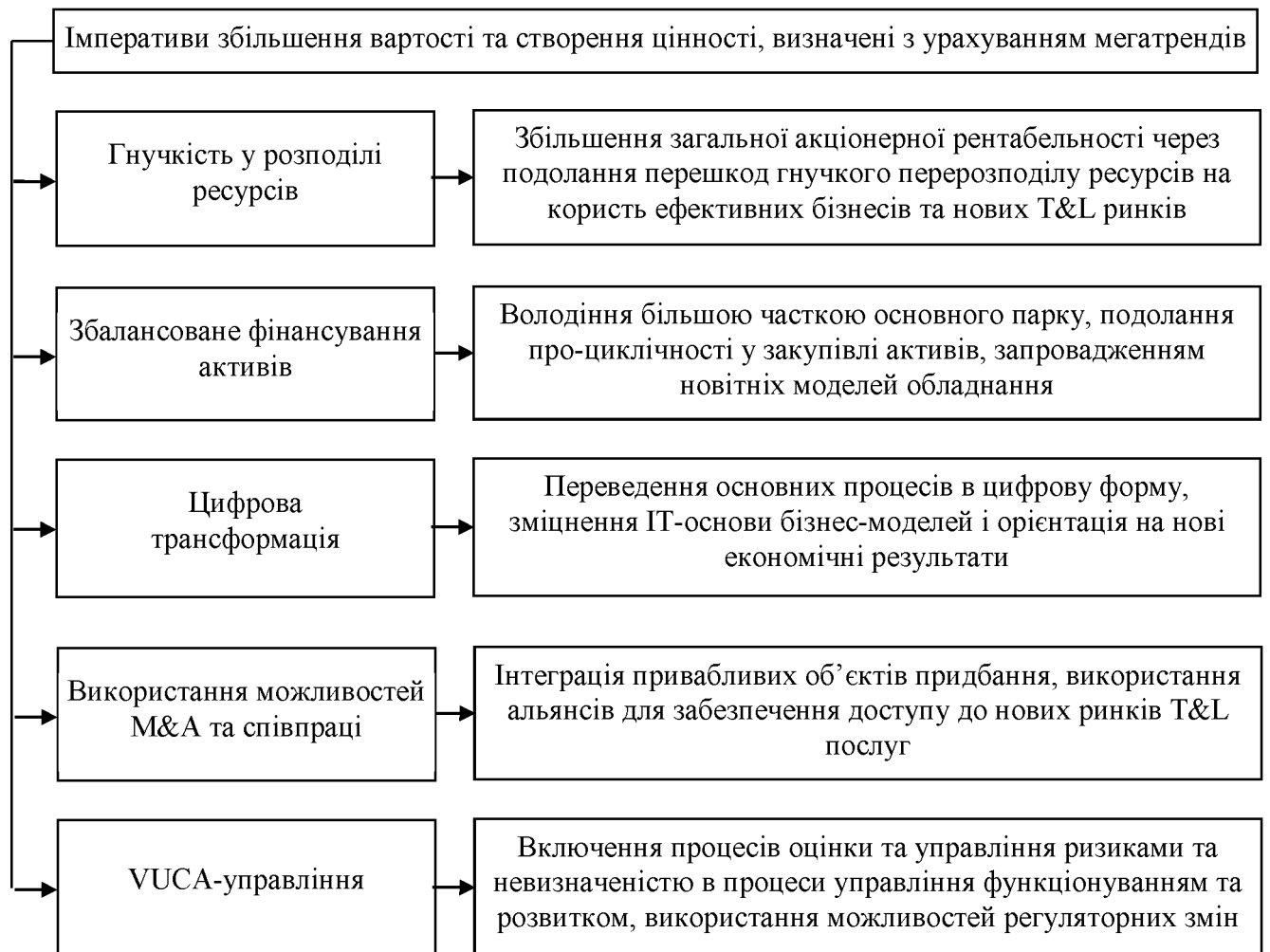


Рис. 2.11. Імперативи збільшення вартості та створення цінності транспортних компаній

Джерело: розроблено автором

Ресурсномістке бізнес-середовищі транспорту обумовлює значні стратегічні ризики від можливого нераціонального використання активів та людського капіталу. Тим не менш 90 % рішень галузевих компаній засновані на ретроспективному підході, зорієнтованому на практику розподілу ресурсів в минулі роки. Як показують дослідження лише частина транспортних компаній виявляє гнучкість в перерозподілі ресурсів. Як приклад Д. Хаусманн, І. Нанг, В. Рем і М. Роткопф (L. Hausmann, I. Nangia, W. Rehm, M. Rothkopf, 2015) пошту Сінгапуру (Singapore Post), що скоротила капітальні витрати у традиційний поштовий бізнес і навіть позбулася від декількох поліграфічних та поштових підприємств, щоб забезпечити сміливі інвестиції в зростаючий логістичний бізнес електронної

комерції, розширивши охоплення по Південно–Східної Азії (Southeast Asia) [178]. Скористатися перевагами гнучкості можна, подолавши загальні перешкоди, що заважають гнучкому перерозподілу ресурсів (відсутність наміру, неадекватний процес і відсутність необхідних навичок і способу мислення);

б) збалансоване фінансування активів. По-перше, гнучкість, яку забезпечує фінансовий лізинг, в умовах капіталоемного виробництва не завжди виправдовує сплачувану надбавку, отже багато транспортних компаній може перевершити конкурентів, володіючи більшою частиною свого основного парку. По-друге, в теорії ділових циклів будь-яка економічна величина, яка позитивно корелює із загальним станом економіки є про-циклічною (Procyclical), на транспорті така кореляція частково стосується придбання та використання рухомого складу, одним із шляхів подолання про-циклічності у закупівлі активів, що створює хибні цикли зростання потужностей в періоди зниження попиту, може стати стратегія наскрізних закупівель (Through-Cycle Procurement). По-третє, урахування зв'язку між ефективністю та запровадженням новітніх моделей обладнання допомагає уникнути пастки активів (Asset Trap) або вкладення грошей в транспортне обладнання, рухомий склад та інфраструктуру, які швидко втрачають цінність та / або застарівають. За прикладом, в порівнянні з конкурентами за п'ятнадцять років судноплавна компанія заощадила п'ять процентних пунктів на витратах на придбання нових потужностей за рахунок оптимального вибору часу для покупки судів протягом циклу [178];

в) цифрова трансформація. Під тиском змін з боку клієнтів, дій конкурентів і вимог власників у сучасному соціально-економічному середовищі за допомогою цифрових технологій потенційні загрози перетворюються в нові можливості, відповідно транспортні компанії мають визначити цифрову стратегію, адаптовану до використання власних драйверів цінності. Глобально визнаний експерт у галузі цифрових технологій Д. Роджерс (D. Rogers, 2016) стверджує, що цифрова трансформація полягає не в оновленні технологій, а в оновленні стратегічного мислення [146]. Трансформація ландшафту міжособистісних зв'язків та економічних відносин обумовлює оцифрування операційних процесів та зміну бізнес-моделей,

що, як правило, призводить до масштабної цифрової трансформації компаній [252]. Цифрова трансформація, створює умови для збору інформації про бізнес-середовище та операційну діяльність і тим самим сприяє прийняттю та швидкому впровадженню обґрунтованих рішень, зниженню витрат, покращенню обслуговування клієнтів, масштабуванню бізнесу і, у підсумку, розвитку гнучкості компанії [144]. Але для її здійснення компанії мають створити відповідні організаційні умови та впровадити цифрові бізнес-моделі, необхідні для швидкої адаптації до мінливих реалій динамічних екосистем [252]. Як наслідок, замість того, щоб лише додавати цифрові технології до існуючих операційних процесів та структур, компанії, у т.ч. транспортні, можуть створити набагато більшу цінність від оцифровки, якщо вони будуть спиратися на свої існуючі активи і сильні сторони:

- портфель продуктів;
- команди розробників продуктів,
- існуючі відносини з клієнтами,
- активи компанії;
- підходи до побудови бізнесу [178].

Для більшості компаній це означає визначення і виконання цілей, які переводять основні процеси в цифрову форму, зміцнюють ІТ-основу бізнес-моделей і зорієнтовані на нові економічні результати:

- допоміжні цифрові продукти;
- партнерства з вендорами (Vendor) ІТ-сектору для розвитку існуючих продуктів через запровадження готових ІТ-рішень та інвестування у відповідні комплектуючі;
- партнерства з цифровими гігантами для розробки абсолютно нових рішень, тощо.

г) використання можливостей злиття, поглинання (Mergers and Acquisitions, M&A) та співпраці. Світовий досвід демонструє, що компанії транспортно-логістичного сектору виступають активними консолідаторами, схильними до використання злиттів і поглинань в якості основного джерела зростання [178]. Особливості сектора (надлишкові грошові кошти і здатність залучати боргові

зобов'язання) створює для компаній потенційні вигоди від додаткових можливостей злиттів і поглинань. Транспортні компанії можуть скористатися досвідом, накопиченим з початку 2000-х рр. багатьма провідними учасниками ринку експедирування вантажів і контрактної логістики, щодо інтеграції привабливих об'єктів придбання, а також продовжити використовувати альянси як економічний спосіб забезпечення доступу до нових ринків транспортних послуг;

д) VUCA-управління – управління умовами нестійкого, невизначеного, складного і двозначного (Volatility, Uncertainty, Complexity and Ambiguity) середовища. Сучасні стратегії виходу на ринок означають відхід від традиційних секторів та звичного досвіду компанії. Розуміння цього вимагає включення процесів оцінки та управління ризиками та невизначеністю в процеси управління функціонуванням і розвитком. Невизначеність змін у регулюванні може поставити під загрозу цінність. Зменшення негативного впливу і використання можливостей регуляторних змін вимагає від компанії активного залучення зацікавлених сторін і формування зовнішньо зорієнтованого мислення. Експерти стверджують, що це особливо важливо для традиційних операторів і учасників найбільш регульованих галузей в рамках ринку транспортно-логістичних послуг (Transportation and Logistic, T&L), зокрема економічної діяльності, що стосується виконання зобов'язань за універсальним транспортним обслуговуванням і пасажирських залізничних перевезень [178, 14]. Проте не менш важливо і для перевізників, що залежать від доступу до інфраструктури транспорту загального користування. В таких умовах для нейтралізації або мінімізації впливу економічних загроз на економічну діяльність виникає необхідність створення системи економічної безпеки транспортної компанії [128, с. 97].

Поєднання імперативів збільшення вартості та створення цінності (гнучкість у розподілі ресурсів, збалансоване фінансування активів, цифрова трансформація, використання можливостей злиття, поглинання та співпраці, VUCA-управління) закладатиме у стратегію транспортних компаній прагнення перевершити ринок та передбачатиме запровадження спеціалізованої аналітики та детального розуміння сегментів ринку транспортних послуг.

2.3. Виявлення впливу економічного розвитку на цінність транспортної компанії

За визначенням Ж.-П. Родрига та Т. Ноттебома (J.-P. Rodrigue, T. Notteboom, 2021) розвиток можна визначити як підвищення добробуту суспільства за рахунок відповідних соціальних, політичних і економічних умов, очікувані результати – кількісні і якісні поліпшення людського капіталу (рівня доходів і освіти), а також фізичного капіталу, такого як інфраструктура (комунальні послуги, транспорт, телекомунікації) [220]. В наслідок того, що багато видів економічної діяльності інтенсивно споживають послуги інфраструктури, транспортно-логістичний сектор є важливою складовою економіки, що впливає на розвиток та добробут населення. За умови ефективності транспортних систем, створюються економічні та соціальні можливості та переваги, що призводять до позитивних мультиплікаційних ефектів (кращий доступ до ринків, зайнятість, додаткові інвестиції, тощо). За умови дефіциту пропускнуої спроможності, недостатньої якості надання послуг та критичної надійності експлуатації транспортних систем формуються витрати, скорочуються або втрачаються економічні та соціальні можливості. В результаті у макроекономічному контексті додана вартість та вплив транспортних послуг на зайнятість виходять за межі зайнятості та доданої вартості, створеної виключно в межах галузевої економічної діяльності, і непрямі наслідки є досить помітними.

До транспортної галузі належать різні види транспортно-логістичного бізнесу:

- авіаційні компанії (надають послуги повітряного транспорту та здійснюють перевезення вантажів і пасажирів) – аеропорти, авіалінії та авіаційні вантажні перевізники;
- залізничні компанії (забезпечують переміщення вантажів і пасажирів залізницями) – інфраструктурні компанії та оператори залізничних перевезень;
- автотранспортні компанії (забезпечують перевезення вантажів і пасажирів автомобільним транспортом) – компанії автодорожнього комплексу та автомобільні перевізники;

- морські та річкові судноплавні компанії (перевозять вантажі та пасажирів водним транспортом);
- порти (забезпечують виконання початково-кінцевих транспортних операцій);
- логістичні компанії (використовують різні види транспорту для швидкого та ефективного переміщення вантажів і пасажирів).

За даними аналітичної компанії Value.Today ТОП-10 – найбільшими транспортними компаніями світу за ринковою вартістю є:

1. Union Pacific Corporation;
2. United Parcel Service (UPS);
3. Canadian National Railway Company;
4. CSX Corporation;
5. General Dynamics Corporation;
6. UBER Technologies;
7. Norfolk Southern Corporation;
8. Central Japan Railway Company;
9. FedEx Corporation;
10. Delta Air Lines [250] (табл. 2.3).

Із ТОП-10 найбільших транспортних компаній світу за ринковою вартістю переважна більшість є компаніями США (вісім з десяти). Лише дві компанії представляють інші країни, а саме Канаду (Canadian National Railway Company) та Японію (Central Japan Railway Company).

Результати аналізу профілю компаній свідчать, що головним транспортно-логістичним сектором створення вартості є сектор вантажних перевезень, який представлений чотирма компаніями:

- Union Pacific Corporation,
- Canadian National Railway Company,
- CSX Corporation,
- Norfolk Southern Corporation, що спеціалізуються на здійсненні залізничних вантажних та змішаних перевезень.

Найбільші транспортні компанії світу за ринковою вартістю

Назва компанії	Профіль компанії	Країна	За 2020 р., млрд дол. США					Кількість працівників	Ринкова вартість, млрд дол. США, на		Сайт компанії
			дохід	операційний прибуток	чистий прибуток	активи	зобов'язання		01.01.2020	01.01.2021	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Union Pacific Corporation	Вантажна компанія (залізничні та автомобільні перевезення)	США	19,53	7,83	5,35	63,555	47,103	30960	127,161	140,310	www.up.com
United Parcel Service (UPS)	Логістична компанія (поштові послуги, послуги доставки)	США	84,63	7,81	1,43	62,057	57,694	495000	101,563	145,560	www.ups.com
Canadian National Railway Company	Вантажна компанія (залізничні перевезення)	Канада	10,95	...	2,82	35,487	19,922	24381	65,409	78,039	www.cn.ca
CSX Corporation	Вантажна компанія (залізничні та інтермодальні перевезення)	США	11,94	...	3,33	38,904	26,754	19300	56,453	69,403	www.csx.com
General Dynamics Corporation	Аерокосмічна та оборонна компанія	США	39,35	...	3,48	...	...	104000	55,620	42,701	www.gd.com

Продовження табл. 2.3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
UBER Technologies	Транспортна компанія (послуги таксі, оренда транспортних засобів)	США	14,15	...	(8,51)	...	...	26900	51,583	89,952	www.uber.com
Norfolk Southern Corporation	Вантажна компанія (залізничні перевезення)	США	11,30	...	2,72	37,962	23,101	20156	50,932	60,349	www.nscorp.com
Central Japan Railway Company	Залізнична компанія (високошвидкісні пасажирські перевезення)	Японія	16,82	...	3,63	...	...	19500	40,302	27,070	global.jr-central.co.jp
FedEx Corporation	Логістична компанія (послуги доставки)	США	69,22	...	1,28	77,648	58,168	600000	39,928	68,808	www.fedex.com
Delta Air Lines	Авіакомпанія (пасажирські перевезення)	США	47,00	...	4,76	72,261	63,571	88600	38,161	25,643	www.delta.com

Джерело: складено автором за [250]

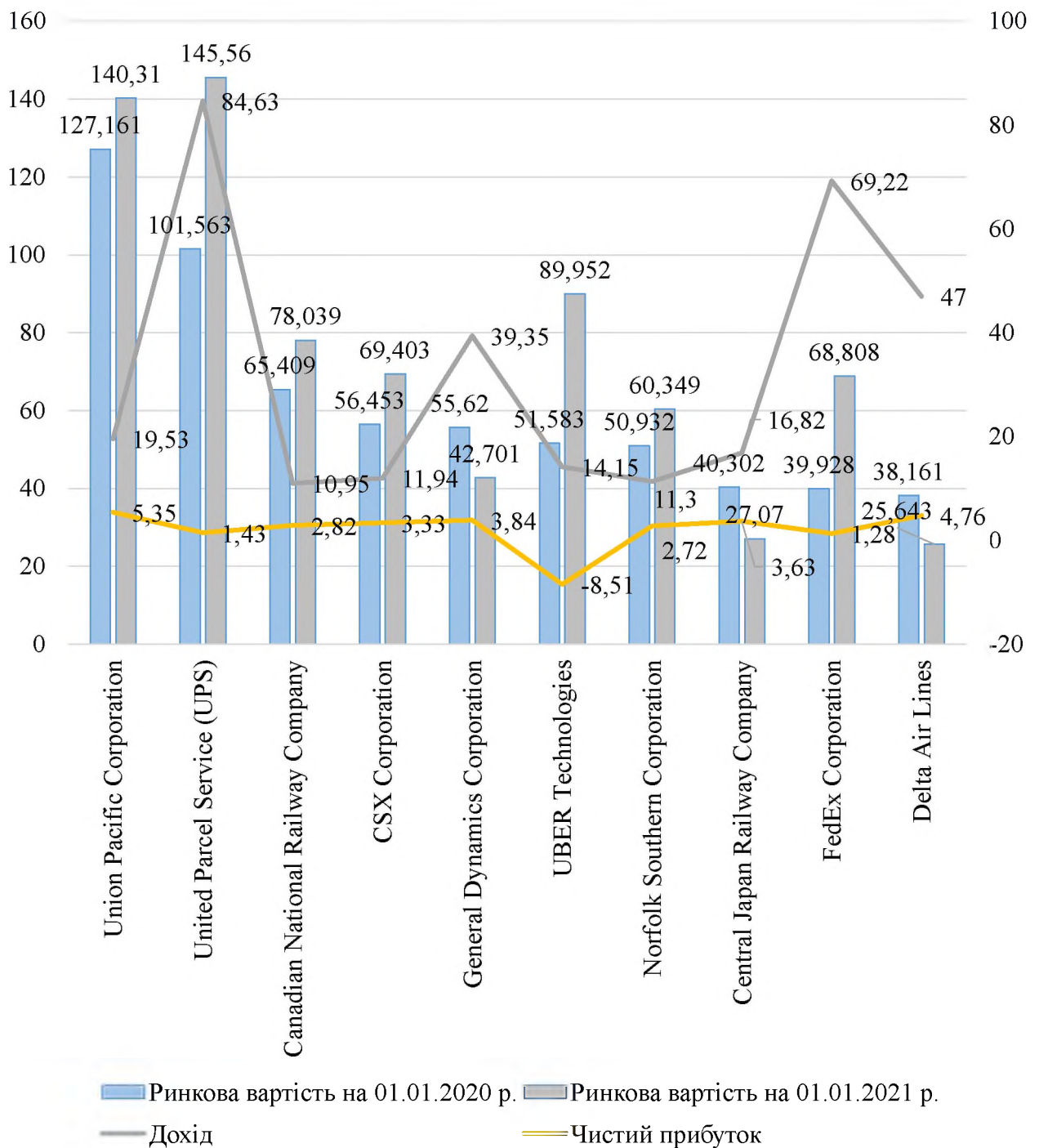


Рис. 2.12. Показники вартості найбільших транспортних компаній світу за ринковою вартістю

Джерело: розроблено автором

Дві компанії надають логістичні послуги в сфері здійснення поштових перевезень та надання послуг експрес-доставки: United Parcel Service (UPS) та FedEx Corporation. І по одній компанії представляють аерокосмічну та оборонну галузь

(General Dynamics Corporation), сферу надання послуг таксі та оренди транспортних засобів (UBER Technologies), високошвидкісний пасажирський магістральний транспорт (Central Japan Railway Company) та сферу авіаційних перевезень пасажирів (Delta Air Lines), які містять вагому інноваційну компоненту.

Слід звернути увагу, що протягом 2020 р. спостерігається зростання вартості майже по всіх представлених транспортних компаніям, крім трьох позицій:

- General Dynamics Corporation зменшила ринкову вартість з 55,620 до 42,701 млрд дол. США або на 23,2 %;
- Central Japan Railway Company – з 40,302 до 27,070 млрд дол. США або на 32,8 %;
- Delta Air Lines – з 38,161 до 25,643 млрд дол. США або на 32,8 %.

Зважаючи на ситуацію 2020 р. і активний прояв одного з мегатрендів – пандемії, радикальне (на третину) зменшення ринкової вартості транспортних компаній сфери масових пасажирських перевезень внутрішнього та міжнародного сполучення є цілком логічним. За даними Л. Уайтмен (L. Whiteman, 2021) пандемія коронавірусу значно вплинула на світову транспортну галузь, і її наслідки, ймовірно, затримаються на довгі роки [248]. В 2020 р. доходи авіакомпаній скоротилися на 70 % і більше, очікується, що попит на авіаперевезення не повернеться до рівня до пандемії до другої половини десятиліття.

Зовсім інша динаміка вартості спостерігалась у іншому сегменті сфери перевезення пасажирів, порівно більш індивідуалізованому, наближеному до вимог соціального дистанціювання та спроможного забезпечити особисту мікро-мобільність (Personal Micro Mobility). Транспортна компанія UBER Technologies здорошчала майже у двічі, точніше на 74,4 % – з 51,583 до 89,952 млрд дол. США. І це відбулося на фоні одержання інноваційною транспортною компанією досить суттєвих збитків у розмірі 8,51 млрд дол. США.

Показники цінності інших транспортних компанії покращилися. Зростання електронної комерції, пов'язане з пандемією, збільшило обсяги доставки як для United Parcel Service (UPS), так і для FedEx Corporation. Очікується, що після пандемії електронна комерція залишиться популярною, а це означає, що доходи

цих компаній, ймовірно, будуть продовжувати зростати [248]. Відповідно ринкову вартість United Parcel Service (UPS) було збільшено практично у півтори рази із 101,563 до 145,560 млрд дол. США (на 43,3 %), а FedEx Corporation майже у двічі – з 39,928 до 68,808 млрд дол. США (на 72,3 %).

Позитивний вплив пандемічні умови здійснили також і на сферу перевезення вантажів. Ринкова вартість всіх транспортних компаній, спеціалізованих на вантажних перевезеннях, зросла: Union Pacific Corporation – з 127,161 до 140,310 млрд дол. США або на 10,3 %, Canadian National Railway Company – з 65,409 до 78,039 млрд дол. США або на 19,3 %, CSX Corporation – з 56,453 до 69,403 млрд дол. США або на 22,9 %, Norfolk Southern Corporation – з 50,932 до 60,349 млрд дол. США або на 18,5 %.

Для національних транспортних компаній оцінювання вартості (оцінка за фінансовими критеріями, перш за все ринкової вартості) та цінності (оцінка з урахуванням нефінансових критеріїв) бізнесу є достатньо складним завданням внаслідок браку потрібної інформації. Як свідчать наукові дослідження вітчизняний фондовий ринок має суперечливі тенденції розвитку, а вихід українських компаній на ринок первинного публічного розміщення акцій (Initial Public Offering, IPO) поки не знайшов значного поширення (2013 р. був останнім роком успішного виходу на світовий ринок IPO двох компанії з українським капіталом) [99]. Переважно на ринок первинного публічного розміщення акцій виходять потужні компанії аграрного сектору економіки, показники фондового ринку щодо загальних обсягів торгівлі цінними паперами зростають, проте зменшується кількість випущених в обіг акцій та облігацій. Фондовий ринок продовжує своє формування, триває процес розбудови інфраструктури фондового ринку в Україні [66].

Сучасна система оподаткування України передбачає встановлення загальнодержавних та місцевих податків та зборів. До загальнодержавних податків належать: податок на прибуток підприємств; податок на доходи фізичних осіб; податок на додану вартість; акцизний податок; екологічний податок; рентна плата; мито. До місцевих податків належать: податок на майно (в частині транспортного податку та плати за землю (обов'язкового платіжу у складі

податку на майно, що справляється у формі земельного податку або орендної плати за земельні ділянки державної і комунальної власності), крім земельного податку за лісові землі); єдиний податок. До місцевих зборів: збір за місця для паркування транспортних засобів; туристичний збір [72].

Зважаючи, що вартість компанії безпосередньо пов'язана з такими категоріями як дохід і прибуток, а її цінність з вигодами для усіх стейкхолдерів, у тому числі працівників, для яких важливим є рівень оплати праці, розмір сумарних податкових платежів можна розглядати як орієнтовний індикатор цінності компанії. За таким підходом можна виділити найбільші за цінністю транспортні компанії України. Зважаючи, як було зауважено раніше, що головною ознакою транспортної компанії є надання транспортних послуг (як основних – перевезення, так і допоміжних) мають бути розглянуті компанії двох видів економічної діяльності: наземного і трубопровідного транспорту, складського господарства та допоміжної діяльності у сфері транспорту.

За даними 2020 р. до списку ТОП-200 найбільших компаній України за сумою сплати податкових платежів потрапило сімнадцять компаній транспортно-логістичного сектору економіки: вісім компаній за видом економічної діяльності «Наземний і трубопровідний транспорт» та дев'ять компаній за видом економічної діяльності «Складське господарство та допоміжна діяльність у сфері транспорту» [103], а саме:

А. Наземний і трубопровідний транспорт:

1. АТ «Укрзалізниця»;
2. ТОВ «Оператор ГТС України»;
3. АТ «Укртрансгаз»;
4. ДП «Укрхімтрансміак»;
5. АТ «Укртранснафта»;
6. КП «Київський метрополітен»;
7. КП «Київпаstrанс»;
8. ПП «Транс логістик»;

Б. Складське господарство та допоміжна діяльність у сфері транспорту:

1. ТОВ «Нова пошта»;
2. ДП «Адміністрація морських портів України»;
3. ТОВ «Логістик юніон»;
4. ТОВ «Лемтранс»;
5. ДП «Морський торговельний порт «Южний»;
6. ТОВ «ГІС-вугілля»;
7. ДП «Украерорух»;
8. ДП «Маріупольський морський торговельний порт»;
9. ДП «Міжнародний аеропорт «Бориспіль».

Дані про суми сплачених податків більшістю вказаних компаній представлено в табл. 2.4.

Поштову та кур'єрську діяльність було представлено тільки однією компанією – АТ «Укрпошта» (40 місце у рейтингу), загальна сума податків якої у 2020 р. склала 1572,0 млн грн і виросла на 9,0 % порівняно із 2019 р.

Отже, присутність компаній транспортно-логістичного сектору економіки у формуванні державного та місцевих бюджетів і позабюджетних фондів є досить потужною. За кількістю компаній становить 8,5 %, з яких 4,0 % – це компанії наземного і трубопровідного транспорту, 4,0 % – компанії галузі складського господарства та допоміжної діяльності у сфері транспорту та 0,5 % – компанії поштової та кур'єрської діяльності.

Серед означених суб'єктів господарювання для подальших досліджень було обрано по п'ять найпотужніших з позицій оподаткування результатів економічної діяльності компаній з двох порівняно більш представницьких секторів, а саме:

- 1) компанії наземного і трубопровідного транспорту:
 - АТ «Укрзалізниця» (7 місце у рейтингу);
 - АТ «Укртрансгаз» (16 місце);
 - ДП «Укрхімтрансміак» (49 місце);
 - АТ «Укртранснафта» (86 місце);
 - КП «Київський метрополітен» (134 місце);

Таблиця 2.4

Найбільші компанії транспортно-логістичного сектору України за сумою сплати податкових платежів за 2020 р.

Місце	Назва компанії	ЄДРПОУ	Усього, тис.грн	Податок на прибуток	ПДВ	Аквизитний податок**	Рентна плата***	Плата за землю	Екологічний податок	ПДФО і ВЗ	Інші податки	Єдиний внесок	Місце в рейтингу за 2019 р.	Приріст сум сплати 2020 р. до 2019 р., %
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Наземний і трубопровідний транспорт														
7	АТ «Укрзалізниця»	40075815	13587703	92842	5915971	2572	28458	1516141	4695	5894054	132970	6307569	5	-18
8	ТОВ «Оператор ГТС України»	42795490	11837672	5241968	5828711	2200	224	0	20370	743921	279	717902	>200	2658
16	АТ «Укртрансгаз»	30019801	3703884	440716	2785646	9509	15097	91829	20652	309807	30628	234962	11	-48
49	ДП «Укрхімтрансміак»	31517060	1354895	27744	146	–	5	943	6	28318	1297733	29369	40	3
86	АТ «Укртранснафта»	31570412	725424	221927	13954	–	14	12967	309	214050	262204	182158	59	-30
134	КП «Київський метрополітен»	3328913	405721	–	6352	–	48	195	19	399099	8	440137	160	21
183	КП «Київпастранс»	31725604	306603	38568	10755	30	5	15900	27	240014	1305	265634	178	-1
188	ГП «Транс логістик»	34307753	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	>200	0
Складське господарство та допоміжна діяльність у сфері транспорту														
19	ТОВ «Нова пошта»	31316718	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	27	0
46	ДП «Адміністрація морських портів України»	38727770	1407811	593233	422986	–	138	12062	236	369568	9585	372672	24	3

Продовження табл. 2.4

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
52	ТОВ «Логістик юніон»	37090215	1289840	363311	703113	–	13	–	16	223387	–	252133	58	20
69	ТОВ «Лемтранс»	30600592	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	76	0
81	ДП «Морський торговельний порт «Южний»	4704790	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	103	0
136	ТОВ «ТІС-вугілля»	37468454	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	>200	0
171	ДП «Украерорух»	19477064	320940	-3246	26166	–	1	5761	27	287328	4903	303871	106	-39
181	ДП «Маріупольський морський торговельний порт»	1125755	308647	30879	158362	–	3	4450	113	111855	2986	121431	>200	30
199	ДП «Міжнародний аеропорт «Бориспіль»	20572069	291065	83921	–	80	356	2397	146	188177	15990	210657	35	-59

Джерело: складено автором за [103]

2) компанії складського господарства та допоміжної діяльності у сфері транспорту:

- ТОВ «Нова пошта» (19 місце);
- ДП «Адміністрація морських портів України» (46 місце);
- ТОВ «Логістик юніон» (52 місце);
- ТОВ «Лемтранс» (69 місце);
- ДП «Міжнародний аеропорт «Бориспіль» (199 місце).

Для розрахунку середньозваженої вартості капіталу використовувався середньозважений бета коефіцієнта 63 компаній 4-х секторів (авіа, залізничні, автомобільні перевезення та транспортування) ринку США [127], для 2015 року був використаний показник 2016.

В якості безризикової ставки були взяті данні середньо річних відсоткових ставок довгострокових облігацій внутрішньо державної позики випущенні Міністерством фінансів України (випуск ОВДП для збільшення формування статутного капіталу банків) [36].

Перехід всіх компаній на Міжнародні стандарти фінансової звітності (МСФЗ; IFRS англ. International Financial Reporting Standards) [63, 30], що відбувся у 2019–2020 роках відповідно до вимог чинного законодавства, міг призвести до змін методики складання звітності та коефіцієнтах, що аналізуються, що було для спрощення даного дослідження не відкориговано.

У подальших дослідженнях урахувались складнощі, що були викликані відсутністю повної звітності АТ «Укрзалізниця» за 2014 та 2016 роки та той факт, що 2015 рік був не достатньо репрезентативний у зв'язку з реструктуризацією компанії. Данні звітності всіх компаній за 2014–2018 роки були округлені, оскільки не було офіційного доступу до даних компаній, всі різниці були відображено в інших активах та інших зобов'язаннях кожної із компаній, що не має значного впливу на аналіз фінансових показників.

В процесі діагностики для зручності аналізу та порівняння було використано комбінований методичний підхід, який поєднує елементи матричного підходу та шкалювання рядів розподілу оціночних показників, а також:

– ґрунтується на застосуванні методологічних засад формування матриці ризику [62], зокрема на поділі сукупності значень на зони з низькими, середніми та великим рівнями показників;

– деталізації кожної зони на інтервали, які дозволяють зіставляти варіації та релевантно ранжувати об'єкти оцінювання під час порівняння;

– урахуває критерії оптимізації показників вартості транспортних компаній, зокрема необхідність максимізації, а отже формуванні шкали за спектрами переходу у зонах з низькими або критичними (червоними), середніми або помірними (жовтими) та великим або прийнятними (зеленими) значеннями.

Використана шкала оцінювання порівняльного рівня показників вартості представлена в табл. 2.5.

Таблиця 2.5

Шкала оцінювання порівняльного рівня показників вартості

Зона значень	Інтервали	Опис інтервальних значень	Межі інтервалу	
			мінімальна	максимальна
Великі	1	Надзвичайно великі	$\alpha_{\min} + 8 \cdot i$	α_{\max}
	2	Значано вищі	$\alpha_{\min} + 7 \cdot i$	$\alpha_{\min} + 8 \cdot i$
	3	Вищі	$\alpha_{\min} + 6 \cdot i$	$\alpha_{\min} + 7 \cdot i$
Середні	4	Понад середні	$\alpha_{\min} + 5 \cdot i$	$\alpha_{\min} + 6 \cdot i$
	5	Середні	$\alpha_{\min} + 4 \cdot i$	$\alpha_{\min} + 5 \cdot i$
	6	Майже середні	$\alpha_{\min} + 3 \cdot i$	$\alpha_{\min} + 4 \cdot i$
Низькі	7	Нижчі	$\alpha_{\min} + 2 \cdot i$	$\alpha_{\min} + 3 \cdot i$
	8	Значно нижчі	$\alpha_{\min} + i$	$\alpha_{\min} + 2 \cdot i$
	9	Надзвичайно низькі	α_{\min}	$\alpha_{\min} + i$

Джерело: розроблено автором

Примітки:

крок інтервалу розраховується за формулою – $i = (\alpha_{\max} - \alpha_{\min}) / 9$, де α_{\max} та α_{\min} – відповідно максимальні та мінімальні значення сукупності рядів динаміки порівнювальних показників; 9 – загальна кількість інтервалів.

Аналіз показників росту та дохідності (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

Темп приросту доходів від реалізації ТОП-10 компаній транспортно-логістичного сектору економіки, %

ЕДРПОУ	Назва	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Середній темп приросту
03328913	КП «Київський метрополітен»	86	0	15	39	58	-46	25
30019801	АТ «Укртрансгаз»	76	55	31	-2	-93	84	25
31517060	ДП «Укрхімтрансміак»	52	17	-44	26	17	4	12
31570412	АТ «Укртранснафта»	36	16	6	3	-7	26	13
40075815	АТ «Українська залізниця»	0	0	0	13	8	-17	1
20572069	ДП «МА «Бориспіль»»	65	31	15	10	5	-54	12
30600592	ТОВ «Лемтранс»	66	20	22	9	11	2	21
31316718	ТОВ «Нова пошта»	59	112	73	33	29	26	55
37090215	ТОВ «Логістик юніон»	51	177	35	77	27	20	65
38727770	ДП «Адміністрація морських портів України»	69	6	6	-12	3	6	13

Джерело: складено автором за [253]

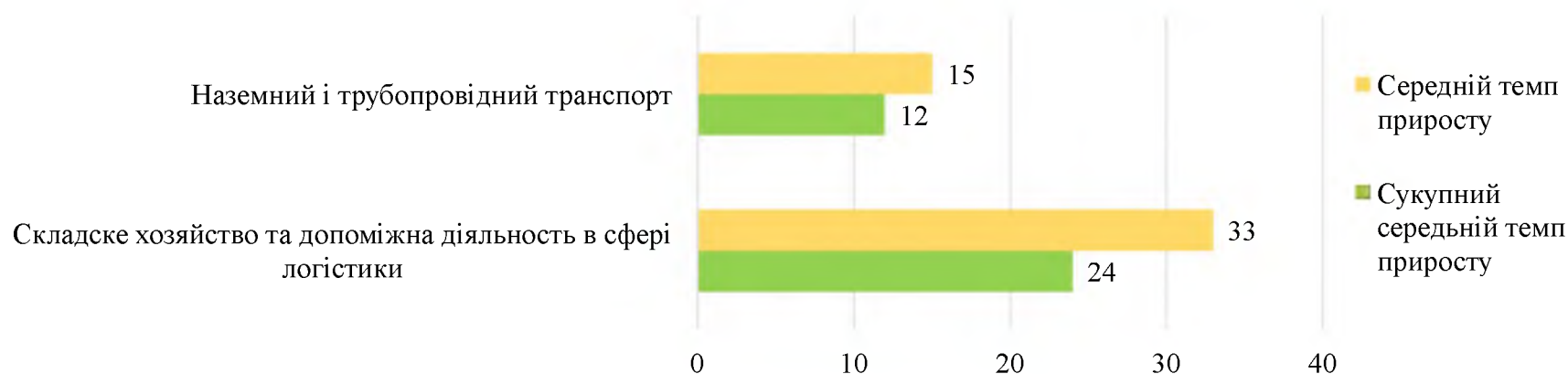


Рис. 2.13. Середні показники динаміки доходів від реалізації компаній транспортно-логістичного сектору економіки за видами економічної діяльності, %

Протягом досліджуваного періоду спостерігався сталий позитивний приріст в доходах компаній. Виключення – 2020 рік, що зазнав впливу пандемії.

Показник сукупного середнього темпу приросту (Compound Annual Growth Rate, CAGR) доходів за п'ять років у середньому склав:

- за видом економічної діяльності «Складське господарство та допоміжна діяльність в сфері логістики» – 24 %
- за видом економічної діяльності «Наземний і трубопровідний транспорт» – 12 %.

Середній приріст доходу за п'ять років компаній виду економічної діяльності «Складське господарство та допоміжна діяльність в сфері логістики», вище ніж за видом економічної діяльності «Наземний і трубопровідний транспорт» в два рази 33 % та 15 % відповідно.

Найбільші показники середнього росту продемонстрували ТОВ «Нова пошта» 55 % та ТОВ «Логістик Юніон» 65%, а найнижчий серед досліджуваних транспортних компаній у АТ «Укрзалізниця» – 1 %.

Найбільший приріст доходності компаній був в 2015 році обумовлений падінням курсу гривні в 2014 році з 11,89 грн за дол. США. до 21,84 грн за дол. США. у 2015 з подальшим незначним падінням з року в рік до 26,96 грн за дол. США у 2020 році.

Виявлені закономірності свідчать, що всі компанії, що аналізуються мають тренди до зростання доходів від реалізації, з певними відхиленнями, обумовленими зовнішніми чинниками (зокрема реструктуризація, падіння / зростання курсу гривні, пандемія COVID-19, тощо), при цьому вид економічної діяльності «Складське господарство та допоміжна діяльність в сфері логістики» має більш високі показники у порівнянні з видом економічної діяльності «Наземний і трубопровідний транспорт».

Маржа за ЕВІТДА (табл. 2.7). Розрив в середньому показнику маржі по ЕВІТДА між компаніями двох видів економічної діяльності менший і складає:

- 36 % за видом економічної діяльності «Складське господарство та допоміжна діяльність в сфері логістики» та

- 27 % за видом економічної «Наземний і трубопровідний транспорт».

Найбільші середні значення цього показника продемонстрували АТ «Укртранснафта» – 57 % та ДП «Адміністрація морських портів України» – 58 %. При цьому найменші середні значення були відповідно у АТ «Укртрансгаз» – 10 % (падінні доходів в 2019–2020 роках в 15 разів та від'ємна маржа 2020 року (внаслідок проекту Північний потік – 2) та ТОВ «Нова пошта» 8 %.

Середній показник маржі по EBITDA всіх компаній за шість років склав 31 % з найбільшими відхиленнями продемонстрованими в 2015 році (23 %) та в 2020 році (21 %). Серед компаній найменший показник був у АТ «Укртрансгаз» (–30 % в 2020 році), АТ «Укртранснафта» (79 % в 2018 році), ДП «Міжнародний аеропорт «Бориспіль»» (79 % в 2015 році) та ДП «Адміністрація морських портів України» (79 % у 2015 році).

Узагальнюючі тренди показників можна зробити висновок, що маржинальність всіх компаній (окрім декількох ситуаційних випадків) досить висока по всіх коефіцієнтах (операційна маржа, маржа до EBITDA тощо), що говорить про виключний характер товарів та послуг та високий попит на них.

Аналіз показників ліквідності (табл. 2.8). Коефіцієнт поточної ліквідності демонструє здатність компаній покрити свої короткострокові зобов'язання за допомогою короткострокових активів. За шість років середнє значення цього показника за вибіркою компаній:

- за видом економічної діяльності «Складське господарство та допоміжна діяльність в сфері логістики» склало 202 %,
- а за видом економічної діяльності «Наземний і трубопровідний транспорт» – 185 %.

Найвищих середній показник у АТ «Укртранснафта» досяг рівня 479 % з екстремумом у 2016 році в розмірі 731 %. Найнижчий середній показник продемонстровано КП «Київський метрополітен» у розмірі 69 % за найнижчим екстремумом 13 % в 2018 році. Найбільші показники цього коефіцієнту були встановлені в 2016 році склавши середній показник 233 %.

Таблиця 2.7

Маржа за ЕВІТДА, %

ЕДРПОУ	Назва	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Середній темп приросту
03328913	КП «Київський метрополітен»	34	32	20	27	33	35	30
30019801	АТ «Укртрансгаз»	50	28	7	-5	9	-30	10
31517060	ДП «Укрхімтрансміак»	14	42	18	16	16	20	21
31570412	АТ «Укртранснафта»	46	58	73	79	48	38	57
40075815	АТ «Українська залізниця»	19	0	26	20	25	6	16
20572069	ДП «МА «Бориспіль»»	79	74	70	66	72	-8	59
30600592	ТОВ «Лемтранс»	9	6	6	4	33	24	14
31316718	ТОВ «Нова пошта»	6	-1	8	7	15	15	8
37090215	ТОВ «Логістик юніон»	-16	49	48	51	55	59	41
38727770	ДП «Адміністрація морських портів України»	79	66	62	56	35	51	58

Таблиця 2.8

Коефіцієнт поточної ліквідності, %

ЕДРПОУ	Назва	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Середній темп приросту
03328913	КП «Київський метрополітен»	102	201	57	13	17	23	69
30019801	АТ «Укртрансгаз»	142	165	179	110	310	198	184
31517060	ДП «Укрхімтрансміак»	69	145	203	61	138	159	129
31570412	АТ «Укртранснафта»	577	731	316	530	407	314	479
40075815	АТ «Українська залізниця»	109	63	63	37	67	41	64
20572069	ДП «МА «Бориспіль»»	125	123	101	224	342	215	188
30600592	ТОВ «Лемтранс»	202	146	118	62	45	71	108
31316718	ТОВ «Нова пошта»	80	50	113	103	81	78	84
37090215	ТОВ «Логістик юніон»	48	387	460	409	220	558	347
38727770	ДП «Адміністрація морських портів України»	588	321	257	182	188	148	281

Джерело: складено автором за [253]

Означене свідчить, що компанії обох секторів здатні досить швидко конвертувати поточну дебіторську заборгованість та покрити відповідні поточні зобов'язання перед іншими контрагентами, за виключенням двох компаній КП «Київський метрополітен» та АТ «Укрзалізниця», що потребують додаткового фінансування.

Аналіз показників ділової активності (табл. 2.9). Оборотної робочого капіталу за шість років аналізованих компаній:

– за видом економічної діяльності «Складське господарство та допоміжна діяльність в сфері логістики» склала 7,01 (2,76 без урахування показника ДП «МА «Бориспіль» в 2017 році),

– а за видом економічної діяльності «Наземний і трубопровідний транспорт» – 0,07.

Низькі показники компаній «Наземний і трубопровідний транспорт» були перед усім викликані від'ємними значеннями оборотного капіталу АТ «Укртрансгаз» та АТ «Укрзалізниця».

Найбільш високий середній показник всіх компаній у 2018 році і склав 2,88 (без урахування показника ДП «МА «Бориспіль» в 2017 році), на найнижчий у 2015 році (–0,13). 2019 та 2020 роки стали роками найбільш значного зниження середнього показника оборотності компаній, зменшившись з 2,88 в 2018 до 0,51 у 2019 та до 0,10 в 2020 році. Найбільш сталим цей показник є у АТ «Укртранснафта» з середнім значенням 0,53 та у ДП «Адміністрація морських портів України» відповідно 2,69.

Отже показники ділової активності двох секторів та всіх компаній дуже різняться від року в рік, що свідчить про відсутність постійного моніторингу за цими показниками з боку керівництва досліджуваних компаній. За результатами аналізу не можливо встановити чіткого тренду (оскільки в багатьох випадках робочий капітал має то позитивне то від'ємне значення) та взаємозв'язок показників з існуючими тренду в економіці України є не суттєвим.

Аналіз показників фінансової стійкості (табл. 2.10). Середнє значення показника фінансової стійкості, розрахованого через співвідношення величини

Таблиця 2.9

Оборотність робочого капіталу

ЕДРПОУ	Назва	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Середній темп приросту
03328913	КП «Київський метрополітен»	0,00	(0,42)	0,59	0,10	0,18	0,48	0,15
30019801	АТ «Укртрансгаз»	(0,18)	0,15	(1,29)	(9,77)	0,01	0,27	(1,80)
31517060	ДП «Укрхімтрансміак»	(2,82)	8,78	0,76	(2,20)	4,79	2,10	1,90
31570412	АТ «Укртранснафта»	0,35	0,34	0,48	0,40	0,80	0,83	0,53
40075815	АТ «Українська залізниця»	(0,42)	0,00	(0,73)	(0,32)	(1,02)	(0,07)	(0,43)
20572069	ДП «МА «Бориспіль»»	6,27	8,10	131,20	2,66	1,52	(0,48)	24,88
30600592	ТОВ «Лемтранс»	1,38	3,03	7,21	(1,45)	(1,55)	(1,79)	1,14
31316718	ТОВ «Нова пошта»	(4,66)	(1,36)	11,73	32,23	(5,45)	(5,31)	4,53
37090215	ТОВ «Логістик юніон»	(2,61)	4,65	2,14	3,33	2,59	0,89	1,83
38727770	ДП «Адміністрація морських портів України»	1,36	1,59	2,05	3,86	3,19	4,11	2,69

Таблиця 2.10

Фінансова стійкість (борг / власний капітал)

ЕДРПОУ	Назва	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Середній темп приросту
03328913	КП «Київський метрополітен»	0,10	0,11	0,10	0,13	0,15	0,15	0,12
30019801	АТ «Укртрансгаз»	0,01	0,01	0,01	0,02	0,01	0,01	0,01
31517060	ДП «Укрхімтрансміак»	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,00
31570412	АТ «Укртранснафта»	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00
40075815	АТ «Українська залізниця»	0,01	0,09	0,09	0,06	0,11	0,12	0,08
20572069	ДП «МА «Бориспіль»»	0,46	0,36	0,24	0,36	0,19	0,29	0,32
30600592	ТОВ «Лемтранс»	0,46	0,36	0,37	0,00	0,00	0,00	0,20
31316718	ТОВ «Нова пошта»	2,56	(0,80)	2,75	1,58	0,84	0,75	1,28
37090215	ТОВ «Логістик юніон»	0,00	0,00	0,00	0,03	0,10	0,26	0,06
38727770	ДП «Адміністрація морських портів України»	0,06	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02

Джерело: складено автором за [253]

боргу до власного капіталу вибірки компаній за шість років:

– за видом економічної діяльності «Складське господарство та допоміжна діяльність в сфері логістики» склало 0,38,

– а за видом економічної діяльності «Наземний і трубопровідний транспорт» – 0,04,

що свідчить про більш інтенсивне залучення фінансування компаніями сектору «Складське господарство та допоміжна діяльність в сфері логістики».

При цьому показники ТОВ «Нова пошта» демонструють найбільші показники по залученому капіталу (2015–2018 роки) з поступовим їх зменшенням в 2020 році до 0,75, також найнижчий коефіцієнт був зафіксований цією компанією в 2016 році коли власний капітал отримав від'ємне значення. Декілька інших компаній як ДП «Укрхімтрансміак» та АТ «Укртранснафта» майже не використовують залучення фінансування та мають коефіцієнт, що майже дорівнює «0». Це говорить про достатність власних оборотних коштів для покриття операційних витрат компаній.

Виходячи з цього можна зробити висновок, що аналіз показників фінансової стабільності показав, що майже всі компанії мають досить високі значення власного капіталу та у більшості випадків достатні грошові потоки для фінансування операційної діяльності. Однією компанією, що активно використовує залучення боргового капіталу є ТОВ «Нова пошта», проте ці показники мають стійкий тренд до зменшення залученого боргового капіталу.

Аналіз інвестиційних показників. Дохід до процентів, податків та амортизації (ЕВІТДА) – інвестиційний показник, який широко використовується для порівняння компаній однієї індустрії та по суті є показником доходності, що виключає вплив боргового фінансування, податкового навантаження та капіталоємності активів компанії.

Показник сукупного середнього темпу приросту (CAGR) доходів за п'ять років:

– за видом економічної діяльності «Складське господарство та допоміжна діяльність в сфері логістики» склав 36 %

Показник ЕВІТДА

ЕДРПОУ	Назва	2015	2016	2017	2018	2019	2020
03328913	КП «Київський метрополітен»	463	427	310	580	1 127	645
30019801	АТ «Укртрансгаз»	12 534	10 741	3 526	(2 418)	301	(1 809)
31517060	ДП «Укрхімтрансміак»	250	866	209	228	277	349
31570412	АТ «Укртранснафта»	1 409	2 076	2 719	3 035	1 711	1 698
40075815	АТ «Українська залізниця»	1 069	0	19 445	16 980	22 012	4 675
20572069	ДП «МА «Бориспіль»»	2 022	2 487	2 704	2 815	3 221	(165)
30600592	ТОВ «Лемтранс»	713	590	758	497	4 721	3 516
31316718	ТОВ «Нова пошта»	119	(63)	605	720	1 955	2 469
37090215	ТОВ «Логістик юніон»	(66)	562	737	1 399	1 931	2 500
38727770	ДП «Адміністрація морських портів України»	5 415	4 770	4 760	3 750	2 408	3 734

Джерело: складено автором за [253]

– та за видом економічної діяльності «Наземний і трубопровідний транспорт» – 20 %.

Найбільш високий показник темпу росту демонструє ТОВ «Логістик Юніон» – 107 % та ТОВ «Нова пошта» – 83 %. В той час як темпи росту ДП «Міжнародний аеропорт «Бориспіль»» – (–39 %) та АТ «Укртрансгаз» – (–32 %) (за рахунок збиткового 2020 року внаслідок пандемії).

З точки зору видів економічної діяльності показники середньої ЕВІТДА «Складське господарство та допоміжна діяльність в сфері логістики» п'яти компаній за шість років, що аналізуються, складають 2053 млн грн (середньозважений САГР – 8 %), що значно менше ніж аналогічний показник за видом економічної діяльності «Наземний і трубопровідний транспорт» 3514 млн грн (середньозважений САГР – (–19%)).

Отже показники ЕВІТДА транспортних компаній в умовах українських реалій в багатьох випадках носять ситуативний характер та залежать від чинників частих змін умов операційної діяльності. Проте більшість компаній окрім АТ «Укрзалізниця» та АТ «Укртрансгаз» має чіткі ознаки росту цього показника.

Економічна додана вартість (EVA). Показник доданої економічної вартості демонструє наскільки діяльність компанії генерує додаткову вартість для акціонерів компанії в цілому та його варто аналізувати по кожній окремій компанії.

Економічна додана вартість (EVA)

ЕДРПОУ	Назва	2015	2016	2017	2018	2019	2020
03328913	КП «Київський метрополітен»	(122)	(89)	(915)	(729)	(750)	(982)
30019801	АТ «Укртрансгаз»	(5 951)	(4 696)	(22 004)	(28 901)	1 407	(1 746)
31517060	ДП «Укрхімтрансміак»	102	445	87	108	86	134
31570412	АТ «Укртранснафта»	712	1 084	1 574	1 755	820	783
40075815	АТ «Українська залізниця»	(12 095)	(1 235)	(18 514)	(28 000)	(10 628)	(13 706)
20572069	ДП «МА «Бориспіль»»	1 321	1 687	1 816	1 893	1 588	(1 103)
30600592	ТОВ «Лемтранс»	116	208	367	0	0	0
31316718	ТОВ «Нова пошта»	21	(220)	418	480	840	1 260
37090215	ТОВ «Логістик юніон»	(72)	434	567	1 096	1 308	1 788
38727770	ДП «Адміністрація морських портів України»	4 128	3 592	3 572	2 737	1 482	2 442

Джерело: складено автором за [253]

Так за видом економічної діяльності «Наземний і трубопровідний транспорт» три з п'яти компанії демонструють послідовне із року в рік генерування негативної доданої вартості (КП «Київський метрополітен», АТ «Укртрансгаз», АТ «Укрзалізниця»), що свідчить про датування даних підприємств державою, в той же час ДП «Укрхімтрансміак» та АТ «Укртранснафта», хоча і генерують позитивну додану вартість не демонструють її сталого поліпшення у відповідності до росту доходів від реалізації та не в повній мірі корелюють з показником EBITDA.

Щодо компаній виду економічної діяльності «Складське господарство та допоміжна діяльність у сфері транспорту», то всі компанії, а саме ДП «Міжнародний аеропорт «Бориспіль»», ТОВ «Лемтранс», ТОВ «Нова пошта», ТОВ «Логістик Юніон», ДП «Адміністрація морських портів України» показують кожного року позитивні значення економічної доданої вартості, окрім деяких років ДП «Міжнародний аеропорт «Бориспіль»» (вплив пандемії 2020 року), ТОВ «Нова пошта» (значне залучення зовнішнього фінансування 2016 року та негативні показники операційного доходу та EBITDA), ТОВ «Логістик Юніон» (значний ріст в інших операційних витратах 2015 року, що призвело до збитку від операційної діяльності).

Оскільки EVA показник, що за свою мету має показати справжній економічний дохід від діяльності компанії та більш широко використовується для капіталомістких компаній, його результати слід ураховувати в процесі аналізу інвестиційної діяльності компаній транспортно-логістичного сектору економіки. За результатами аналізу видно, що в українських реаліях більшість транспортних компаній здатні генерувати додатковий економічний дохід та бути інвестиційно привабливими, в той же час є транспортні компанії, економічна діяльність яких збиткова (дотаційна).

Висновки до розділу 2

1. Оцінка цінності компанії з метою управління здійснюється переважно через вартісні параметри із використанням методу дисконтованих грошових потоків і показників доданої вартості. На даний час сформовано декілька вимірників доданої вартості компанії та розроблено низку моделей ціннісно-орієнтованого управління. Відбудова логіки формування і розкриття історичного та змістовного взаємозв'язку між моделями дозволили здійснити загальну періодизацію процесу розвитку інструментарію ціннісно-орієнтованого управління. Виділення сутнісних і методологічних відмінностей дозволило поділити сукупність моделей на групи та розробити класифікацію моделей ціннісно-орієнтованого управління. Була виділена група фінансових моделей управління вартістю, до якої віднесено модель Дж. Майлза – Р. Іззеля; модель А. Раппопорта; модель Т. Коупленда, Т. Коллера та Дж. Муррина та гексаграма McKinsey; модель Дж. Ольсона; модель Дж. Стерна – Б. Стюарта; модель Б. Стюарта; модель А. Дамодарана; модель збалансованого зростання К. Уолша; підхід Г. Арнольда – М. Дейвіса, та група інтегральних моделей управління цінністю компанії, що включила моделі BSC (система збалансованих показників) та ESG (відповідальне інвестування та стійкий розвиток).

2. Відповідно до моделі ESG процес створення цінності компанії має враховувати принципи відповідального інвестування та сталого розвитку. При цьому сукупність чинників, що визначають вартість компанії, зокрема вартість її

власного капіталу, має бути розширена через додавання кластеру нефінансових факторів, а отже її вимірювання слід здійснювати не лише за фінансовими показниками, головним чином виходячи із розміру прибутку, а й з урахуванням екологічної стійкості та корпоративної соціальної відповідальності, тобто досліджуючи потенційний вплив екологічних, соціальних та управлінських параметрів. Таким чином сучасне ціннісно-орієнтоване управління фіксує процеси менеджменту та економічного розвитку на створенні та максимізації цінності компанії для багатьох стейкхолдерів. Сформовані концептуальні засади свідчать про необхідність генерації, прийняття та реалізації альтернатив в контексті досягнення фінансових та нефінансових цілей, що обумовлює взаємопов'язаність, цілісність, єдність двох важливих складових цінності: вартість і сталість функціонування та розвитку компанії.

3. При цьому існують три основні методичні підходи до оцінки вартості компанії, що ураховують різні часові аспекти (минуле, теперішній час, майбутнє): витратний, порівняльний (ринковий) та дохідний підходи. Дохідний підхід надає оцінку справедливої (фундаментальної) вартості компанії, порівняльний підхід допомагає визначити ринкову вартість, витратний підхід демонструє вартість компанії за вартістю наявних активів. Як свідчать проведені узагальнення більшість концепцій переважно застосовують дохідний підхід, у т.ч. з використанням прямої капіталізації та дисконтування.

4. До ключових умов збільшення вартості та створення цінності сучасних транспортних компаній належать: фокусування на зростанні рентабельності інвестицій та рентабельності інвестованого капіталу; прийняття потужних стратегічних рішень та реалізація масштабних інвестиційних проєктів; розробка і реалізація стратегій з максимальним урахуванням мегатрендів розвитку транспортно-логістичного сектору. Як наслідок головними імперативами збільшення вартості та створення цінності транспортних компаній є: гнучкість у розподілі ресурсів, збалансоване фінансування активів, цифрова трансформація, використання можливостей злиття, поглинання та співпраці, VUCA-управління.

5. Результати аналізу профілю ТОП-10 транспортних компаній світу свідчать, що у транспортно-логістичному секторі головними ринковими сегментами

створення вартості є сегмент вантажних перевезень, який представлений чотирма компаніями з десяти, логістики (здійснення поштових перевезень та надання послуг експрес-доставки), а також аерокосмічна та оборонна галузь, сегменти надання послуг таксі та оренди транспортних засобів, високошвидкісного пасажирського магістрального транспорту та авіаційних перевезень пасажирів. Зважаючи на ситуацію 2020 р. і активний прояв одного з мегатрендів – пандемії, радикальне (на тритину) відбулося зменшення ринкової вартості транспортних компаній сфери масових пасажирських перевезень внутрішнього та міжнародного сполучення. При цьому у сегменті мікро-мобільність на фоні одержання компанією досить суттєвих збітків сталося майже у двічі здороцання її бізнесу. Показники цінності інших транспортних компаній покращилися.

6. З метою діагностики вартості транспортних компаній було запропоновано комбінований методичний підхід, який поєднує елементи матричного підходу та шкалювання рядів розподілу оціночних показників, а також ґрунтується на застосуванні методологічних засад формування матриці ризику, деталізації кожної зони на інтервали, формуванні шкали за спектрами переходу у зонах з низькими, середніми та великим значеннями. Аналіз показників вартості компаній за видами економічної діяльності «Складське господарство та допоміжна діяльність в сфері логістики» та «Наземний і трубопровідний транспорт» свідчить, що компаніям виборки властиве зростання доходів від реалізації, досить висока маржинальність, здатність швидко конвертувати поточну дебіторську заборгованість, покрити поточні зобов'язання перед контрагентами, генерувати достатні грошові потоки для фінансування операційної діяльності. Одночасно за результатами аналізу не можливо встановити чіткого тренду покаників ділової активності, а також можна засвідчити, що показники EBITDA в багатьох випадках носять ситуативний характер та залежать від частоті зміни умов операційної діяльності. В цілому більшість транспортних компаній здатні генерувати додатковий економічний дохід та бути інвестиційно привабливими.

Результати досліджень, представлені у даному розділі, опубліковано у працях [77, 74, 80, 83, 211].

РОЗДІЛ 3. МЕХАНІЗМ ЦІННІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ ЕКОНОМІЧНИМ РОЗВИТКОМ ТРАНСПОРТНОЇ КОМПАНІЇ

3.1. Концептуальні засади ESG-інтегрованого аналізу транспортних компаній

Як показали попередні дослідження у сучасному соціально-економічному середовищі, особливо в останнє десятиліття, поступово стає пріоритетний комплекс ESG-критеріїв (Environmental, Social, Governance – екологічні, соціальні та управлінські критерії). Динамічно поширюється концепція, згідно із якою успішна компанія має не тільки демонструвати стійке зростання фінансових показників, а й володіти певною репутацією, демонструючи ознаки сталого розвитку. ESG-філософія компанії стає все більше важливою стейкхолдерам, втілюючи у практиці фундаментальні положення теорії економіки розвитку, за якими згідно із У. Ростоу (W. Rostow, 1960) сучасне суспільство, пройшовши п'ять стадій зростання і подолавши епоху масового споживання (the age of high mass consumption), перейшло в шосту стадію – стадію пошуку якості життя (the search for quality), де на перший план виступають морально-етичні цінності та духовний розвиток особистості [221].

До того ж науковці звертають увагу, що застосування ESG-критеріїв при прийнятті інвестиційних рішень має практичне значення, дозволяючи інвестору знижувати ймовірність ризику [10, с. 117]. На підтвердження зростає число компаній, якими у публічних звітах детально розкривається комплекс керівних принципів здійснення економічної діяльності, у т.ч. принципів ESG, для чого залучаються до штату відповідні фахівці. Нефінансова інформація, пов'язана з охороною навколишнього середовища і соціальною відповідальністю компаній, використовується при прийнятті рішень інвестиційними фондами. В умовах підвищеного інтересу до проблем зміни клімату, пандемії COVID-19, боротьби з корупцією, гендерних та інших проблем практика застосування критеріїв соціально відповідального інвестування (Socially Responsible Investing – SRI, Sustainable, Socially-Conscious, Ethical Investing) буде поширюватися. Як

наслідок для залучення інвесторів компаніям необхідно ESG-орієнтувати свою економічну діяльність, прагнути відповідати критеріям ESG. Це особливо важливо для організацій, діяльність яких потенційно пов'язана з інституційними ризиками та/або ризиками забруднення навколишнього середовища.

Статистичний аналіз частоти пошукових запитів онлайн-сервісу Google Books Ngram Viewer (додаток А, рис. А.2, табл. 3.1) демонструє історичні траєкторії розвитку та показує диференціацію сучасних пошукових інтересів щодо термінологічних акронімів англомовних понять ціннісно-орієнтованого менеджменту та інтегральних моделей управління цінністю компанії, а саме VBM, BSC, ESG [174].

Таблиця 3.1

Пікові роки дослідницького інтересу до акронімів категорій
«VBM», «BSC», «ESG»

Акронім	1940	1960	1979	1994	2007	2019
ESG	9.6E-08	2.7248E-06	9.1733E-06	1.2456E-05	1.2559E-05	4.2091E-05
BSC	1.56E-06	8.6973E-06	9.1701E-05	4.8596E-05	5.5025E-05	3.5309E-05
VBM	8.17E-08	3.022E-07	2.2169E-06	3.4494E-06	6.9366E-06	8.8031E-06

Джерело: складено автором за [174]

Зведені дані табл. 3.1 свідчать, що піковий інтерес до системи збалансованих показників спостерігався наприкінці 70-х рр. (за даними 1979 р. 9,1701E-05%) з подальшим вгасанням кількості запитів до 4,8596E-05% у 1994 р. (майже у два рази порівняно із 1979 р.), далі незначним збільшенням до 5,5025E-05% у 2007 р. та знов зменшенням до 3,5309E-05% у 2019 р. (в 1,6 разів у співвідношенні із 2007 р.). Такі коливання відбувались на фоні стійкого зростання інтенсивності наукового пошуку VBM-категорії концепції ціннісно-орієнтованого управління, як втім і, орієнтовно із 60-х рр., постійного збільшення уваги до ESG і концепції відповідального інвестування та сталого розвитку. Орієнтуючись на кінець ХХ ст., періоду широкого інтересу до означеного концептуального підходу у контексті управління цінністю компанії, коли частота запитів щодо ESG (1994 р.) становила 1,2456E-05%, слід підкреслити, що у 2007 р. вона склала 1,2559E-05%,

а у 2019 р. – 4,2091E-05%, тобто стала більшою майже у 3,4 разів. До того ж у 2018 р. інтерес до ESG перевищив інтерес до BSC і у 2019 р. було вже утворено розрив на користь ESG в 1,2 рази.

Как свідчать теоретичні дослідження, починаючи із 60-х рр. XX ст., європейські та північно-американські інвестори почали висувати вимоги до забезпечення не тільки певної норми доходу, а й відповідності об'єкта інвестицій низці соціальних, екологічних та етичних критеріїв, а також дотримання певних норм корпоративного управління [37, с. 36]. Причинами виникнення ідеї соціально відповідального інвестування (SRI) на той час стали напружена політична обстановка в світі (регіональні військові конфлікти), важка екологічна ситуація в Європі (обумовлена бурхливим зростанням промислового виробництва), глобалізація світової економіки та фінансової системи (що сприяла зміцненню взаємозв'язку між інвестуванням і завданнями дотримання громадських інтересів). Інвестори почали усвідомлювати, що при оцінці необхідно враховувати вплив інвестицій на суспільство і навколишнє середовище, відповідність проєктів принципам соціальної справедливості, екологічності та етичності.

В період з 2000 по 2010 р кількість досліджень, що стосуються причин і наслідків застосування ESG-критеріїв при прийнятті інвестиційних рішень, істотно зростає (Х. Челават, І. Триведі – Н. Chelawat, I. Trivedi, 2013) [136].

В даний час можна говорити про те, що застосування ESG-критеріїв міцно увійшло в практику інвесторів розвинених країн і поступово знаходить своїх прихильників на ринках, що розвиваються. Роботи багатьох дослідників, зокрема А. С. Артеменко, Е. Баллестеро, Х. Бейкер, А. С. Воронцова, А. Гарсія-Бернабеу, О. О. Захаркін, Ю. В. Єльнікова, Д. В. Леус, Ш. Лоу, І. О. Макаренко, К. Макдональд, О. В. Музиченко, У. Норман, Дж. Нофсінджер, Б. Перес-Гладіш, О. Л. Пластун, Дж. Поллард, А. Рубін, Е. Рубін, І. М. Сисоєва, Р. Спаркс, Х.-Г. Фунг, А. А. Шелюк, М. Шервуд, П. С. Шкура, Дж. Яу [71, 26, 110, 64, 93, 31, 56, 228, 168, 119, 203, 120, 227, тощо] та ін., підтверджують наявність інтересу фахівців, інвесторів і компаній до застосування критеріїв ESG, що, у свою чергу, формує попит на нефінансову інформацію.

У 2001 р. А. Доміні (A. Domini, 2001) підкреслив, що існує дві основні причини інтеграції соціальних чи етичних критеріїв у процес прийняття інвестиційних рішень: бажання привести інвестиції у відповідність із цінностями та бажання зіграти роль у створенні позитивних соціальних змін [150, с. 13], та три основні підходи, що застосовуються соціально відповідальними інвесторами: перевірка портфелів, прямий діалог з корпораціями та інвестиції у фінансові установи розвитку громади [150, с. 19]. А. Доміні застосував поняття соціального скринінгу (Social Screening) для опису процесу узгодження інвестиційних рішень з особистими цінностями інвесторів, врахування людської гідності та екологічної стійкості в якості цілей, однакових із ціллю максимізації прибутку. Процедура соціального скринінгу починається із пропуску кандидатів для інвестування через фільтр, який має назву «соціальний екран» (Social Screens). Процес фільтрування дозволяє уникати певних продуктів та/або практик та виділяти інші, а отже дозволяє інвесторам залишатися в компаніях з більш позитивними профілями [150, с. 49].

У 2002 р. Р. Спаркс (R. Sparkes, 2002) зазначив, що соціально відповідальні інвестиції перетворилися з нішевого ринку в основний предмет уваги інвесторів. За його визначенням SRI є інвестиційною філософією, яка поєднує етичні або екологічні цілі з фінансовими [228, с. 22]. Соціально відповідальні інвестори дбають як про розмір майбутньої прибутковості та пов'язаний з ним ризик, так і про джерело – природу товарів або послуг компанії, місце розташування бізнесу або спосіб ведення справ. При цьому моделювати SRI можна різними способами, ураховуючи, що роздрібні інвестори прагнуть максимально уникати соціальних та екологічних проблем, надаючи другорядного значення фінансовим показникам, інституційні навпаки намагаються максимізувати фінансову віддачу в рамках обмежень SRI [228, с. 26]. Р. Спаркс виділяє чотири підходи до соціального скринінгу:

– перший (основна (базова) модель соціально відповідальних інвестицій) називають довільними критеріями вилучення (Arbitrary Exclusion Criteria), відповідно до нього спочатку визначаються певні види діяльності, що турбують інвесторів (традиційно це алкоголь, тютюн, оборона, азартні ігри, крім цього

навколишнє середовище, права людини, тощо), потім встановлюються екрани фільтрів, щоб виключити неприйнятні інвестиції (наприклад, максимальний відсоток обороту компанії);

- другий підхід усуває вилучення та незалежно від сектору ринку передбачає визначення компаній, «найкращих у своєму класі» (Best in Class);

- третім є позитивний підхід з назвою «галузі майбутнього» (Industries of the Future), що приваблює зелених інвесторів, оскільки пропонує їм подвійні переваги прихильності до сталого розвитку, а також очікувані фінансові вигоди від інвестування у галузі, що мають значні довгострокові перспективи зростання;

- четвертим підходом до інвестування є оптимізація ризиків SRI і використання кореляцій внутрішнього ринку для мінімізації ризику SRI-вилучення, що дає змогу створювати інституційні портфелі, які уникають певних сегментів фондового ринку та призначені для отримання співвідношень ризику та винагороди, аналогічних еталонним індексам FTSE All-Share у Великобританії або S&P 500 у США [228, с. 27–29].

Х.-Г. Фунг, Ш. Лоу, Дж. Яу (H.-G. Fung, Sh. Law, J. Yau, 2010) зазначають, що соціально відповідальне інвестування (SRI) є загальним терміном для інвестицій та інвестиційних стратегій, що зорієнтовані на створення позитивних соціальних змін, мінімізацію екологічної шкоди та врахування релігійних або етичних переконань. Відповідно виділяють чотири основні категорії SRI:

- екологічні,
- релігійні або етичні,
- соціальні,
- корпоративного управління.

Портфелі інвестицій можуть включати одну, всі або комбінацію означених категорій. SRI, що належать до екологічної категорії, отримали назву «зелені інвестиції» (Green Investments) або «інвестиції в чисті технології» (Clean Tech Investments). При розробці портфеля SRI не лише беруться до уваги інвестиційні цілі, визначається стійкість до ризику та інвестиційний горизонт, важливим кроком є встановлення та врахування цінностей і переконань інвестора. Дослідники

ззначають, що такі цілі розглядаються противниками SRI як додаткові обмеження прибутковості інвестицій (нижче ринкової), підкреслюючи, що, по-перше, інвестування у SRI надає впевненості у позитивній віддачі, по-друге, всупереч критикам SRI для додаткової перевірки ESG мають розглядатися тільки компанії, що відповідають стандартним фінансовим критеріям [168, с. 26–27]. До основних чотирьох підходів до соціального скринінгу вони додають інтегрований підхід як комбінацію стандартних стратегій залежно від типу портфеля, класу активів і мандата портфеля, який можна використовувати в поєднанні з традиційними критеріями інвестування, додаючи метрики ESG в якості додаткового набору вхідних даних в кількісні фінансові моделі [168, с. 31].

Х. Бейкер, Дж. Нофсінджер (H. Baker, J. Nofsinger, 2012) за результатами евристичного аналізу академічних досліджень, присвячених визначенню мети діяльності компанії, пропонують поділяти соціально відповідальне фінансування на два види та виокремлювати:

- відповідальність з корпоративної сторони (корпоративна соціальна відповідальність – Corporate Social Responsibility, CSR),
- а також зі сторони інвестора (соціально відповідальне інвестування – Socially Responsible Investing) на ринках капіталу [119, с. 2].

За визначенням вчених корпоративна соціальна відповідальність (CSR) є формою корпоративного саморегулювання, інтегрованою у бізнес-модель. Вбудований механізм саморегулювання дозволяє контролювати і забезпечувати підтримку закону, етичних стандартів і міжнародних норм. CSR включає в себе зобов'язання робити внесок в економічну, екологічну та соціальну сталість спільнот за допомогою постійної взаємодії із зацікавленими сторонами, активної участі громад, публічного звітування про політику компанії та результати діяльності в економічній, екологічній та соціальні сферах [119, с. 3]. Або, відповідно до узагальнень У. Нормана і К. Макдональда (W. Norman, C. MacDonald, 2004), через включення суспільного інтересу до процесу прийняття корпоративних рішень і фокусування на трьох основних принципах: люди, планета, прибуток [203].

Соціально відповідальне інвестування (SRI) або етичне інвестування, зелене інвестування за визначенням Х. Бейкера, Дж. Нофсінджера є інвестицією, яка вважається соціально відповідальною через характер бізнесу компанії [119, с. 3]. SRI обмежує інвестиційні альтернативи соціально прийнятними рамками та використовує критерії екологічного, соціального і корпоративного управління (ESG) для отримання довгострокової, конкурентоспроможної фінансової віддачі і позитивного впливу на суспільство. Проте за ствердженням авторів те, що інвестиція рекламує себе як соціально відповідальну, не означає, що вона принесе інвесторам гарний прибуток [119, с. 4].

Піднімаючи питання вимірювання відповідальності перед різними зацікавленими сторонами, А. Рубін і Е. Рубін (А. Rubin, Е. Rubin, 2012) зазначають, що, хоча всеосяжне вимірювання корпоративного соціального впливу (Corporate Social Performance, CSP) нездійсненне, вимір різних аспектів корпоративної соціальної відповідальності (Corporate Social Responsibility, CSR) окремо може бути ефективним для підвищення прозорості та узгодження цілей компанії з цілями суспільства [119, с. 323]. Пропонується розглядати CSR як конструкцію, що містить в собі вигоди для різних зацікавлених сторін (власників облігацій, акціонерів, співробітників, менеджерів, навколишнє середовище, постачальників і клієнтів) [119, с. 337].

Е. Баллестеро, Б. Перес-Гладіш, А. Гарсія-Бернабеу (Е. Ballestero, В. Pérez-Gladish, А. Garcia-Bernabeu, 2015) запропонували теоретико-методичні засади, які дозволяють інтегрувати соціально відповідальні інвестиції в сучасну теорію портфеля з точки зору декількох критеріїв [120].

Відповідно до класичної економічної теорії соціальний добробут максимізується в довгостроковій перспективі, якщо виконуються такі умови:

- (а) свобода компанії;
- (b) конкурентні ринки, а точніше, майже ідеально конкурентні ринки;
- (с) відкриті кордони для торгівлі товарами та послугами;
- (г) необмежений рух капіталу;
- (е) грошова стабільність та гнучкі курси валют;

(f) збалансований бюджет, мінімізація державних витрат, оподаткування та використання державного боргу;

(g) урядовий нейтралітет щодо ділової діяльності, що означає зниження податків на бізнес, і в той же час, припинення субсидій та сприятливий режим для компаній та секторів.

Відповідно до класичної економічної теорії діяльність урядів повинна обмежуватися:

(a) гарантуванням приватної власності, громадського порядку, громадської безпеки та свободи торгівлі;

(b) сприянням антимонопольному законодавству, запобігаючи монополістичній практиці;

(c) забезпеченням рівних можливостей, що полегшує доступ усіх громадян до освіти та охорони здоров'я, не втручаючись у ці послуги та не керуючи ними [120, с. 11].

Узагальнюючі дослідження щодо означених умов, науковці відмітили, що рух SRI виник більш-менш спонтанно, щоб виправити різні відхилення та негативні наслідки сучасного розвитку. Стале зростання, на відміну від необмеженого зростання, стало ключовою ідеєю сучасної економіки. В наслідок того, що проблематика SRI належить до багатокритеріальної проблеми соціально відповідального вибору, основою її розв'язання стає теорія прийняття рішень за множиною критеріїв (Multiple Criteria Decision Making, MCDM), яка включає в себе групу операційних методів дослідження, що дозволяють зробити вибір при наявності декількох критеріїв, цілей або завдань [120, с. 12]. Моделі MCDM являють собою відхід від традиційних методів операційних досліджень, заснованих на єдиній меті, і націлені на підтримку осіб, що приймають рішення (Decision Makers, DM), стикаючись з численними і суперечливими критеріями. MCDM дозволяє поєднувати фінансові критерії, такі як прибутковість і ризик, з нефінансовими критеріями, такими як захист екосистеми, відповідальне споживання енергії або заходи в області охорони здоров'я.

У роботі М. Шервуд і Дж. Поллард (M. Sherwood, J. Pollard, 2018) поняття екологічного, соціального та корпоративного управління (ESG) обрано у якості основної категорії, у термінологічному полі якого мають існувати соціально-перетворюючі інвестиції (Impact Investing, II), стале інвестування (Sustainable Investing, SI), відповідальне інвестування (Responsible Investing, RI), соціально відповідальне інвестування (Socially Responsible Investing, SRI) та інвестиції, пов'язані з місіями (Mission-Related Investing, MRI) [227, с. 1]. Автори зазначають, що в процесі прийняття рішень щодо ESG-інвестування застосовуються різні методи (включення ESG, інтеграцію ESG, участь ESG, скринінг ESG) і моделі. До традиційних моделей вимірювання ефективності, що використовуються інвесторами, серед іншого віднесено коефіцієнт Шарпа (Sharpe Ratio), коефіцієнт Омега (Omega Ratio), коефіцієнт Сортіно (Sortino Ratio) та модель CAPM (Capital Asset Pricing Model) [227, с. 236].

За узагальненнями М. Шервуда і Дж. Полларда визначення, вимірювання та оцінка факторів ESG була сферою розвитку в галузі інвестування ESG з початку 1990-х рр. Для надання даних про екологічні, соціальні та управлінські фактори в державних та приватних компаніях використовувались незалежні рейтингові агентства. Дані ESG застосовувались для вимірювання ризику та прогнозування майбутньої прибутковості. Постачальниками ESG-рейтингу (зокрема Institutional Shareholder Services (ISS), IW Financial, Sustainalytics, MSCI, Barra, тощо) відрізняються способом класифікації цінних паперів та визначення галузевих критеріїв, різниця між рейтинговими агентствами надає перехресні дані, які дозволяють розглядати різні аспекти факторів ESG компанії [227, с. 43].

За результатами огляду наукових досліджень можна зробити висновок, що, виходячи з новітніх концепцій та сформованих методологічних положень, сучасне ціннісно-орієнтоване управління в контексті інтегральної ESG-моделі (моделі відповідального інвестування та сталого розвитку) з урахуванням універсальності ESG-критеріїв відносно кожного з видів відповідального фінансування закладає єдині концептуальні засади ESG-інтегрованого аналізу цінності транспортної компанії (рис. 3.1).



Рис. 3.1. Концептуальні засади ESG-інтегрованого аналізу цінності транспортної компанії

Джерело: розроблено автором

При цьому під *ESG-інтегрованим аналізом цінності транспортної компанії* необхідно розуміти *концептуальний та науково-методичний підхід до аналізу цінності компанії, що включає вивчення фінансово-економічної інформації із встановленням значень фінансових критеріїв вартості та інформації про відповідальне інвестування і сталий розвиток з ідентифікацією рівня ESG-критеріїв цінності з подальшим інтегруванням результатів оцінювання.*

У сучасній взаємодії зі стейкхолдерами соціальна відповідальність бізнесу має вагомe значення. Відповідно до М. Грейса (M. Greis, 2018) інвестори, що дотримуються концепції сталого інвестування прагнуть знизити ризик, отримати перевагу, брати участь в підвищенні ефективності своїх інвестицій, досягти економічного або соціального результату та вкладати кошти відповідно до власних цінностей і переконань [176]. Як наслідок у глобальному середовищі постійно зростає кількість компаній, що змагаються за позиції в рейтингах зі сталого розвитку та корпоративної соціальної відповідальності, за право бути включеними в провідні фондові індекси стійкості та соціальні індекси [27, с. 3]. Поширюється практика соціально відповідального інвестування за принципами, проголошеними ООН у 2006 р. [242]. Формуються рейтинги в сфері

корпоративної соціальної відповідальності.

Методологія оцінки корпоративної соціальної відповідальності, ґрунтуючись на загальних принципах та спільних групах критеріїв екологічного, соціального та корпоративного управління (ESG-критеріїв), має певну методичну специфіку. Серед джерел, доступних широкому колу стейкхолдерів, слід відмітити методичні підходи до розрахунку соціальних / етичних індексів (фондових і нефондових). Соціальні / етичні індекси призначені забезпечити прийняття рішень за принципами соціально відповідального інвестування [86, с. 271] та створити орієнтири для SRI-фондів (Socially Responsible Investments) [27, с. 84]. До фондових індексів в сфері сталого розвитку та корпоративної соціальної відповідальності відносять Dow Jones Sustainability Index, FTSE 4 Good (найбільш популярні), NASDAQ Social Index, CLD Social Index (менш поширені) і т.ін.; до нефондового соціального індексу – Social Index Датського міністерства соціальної політики, Індексу прозорості компаній ПАКУ і Центру «Розвиток КСВ», тощо.

Відповідно до концепції ESG індекси включають оцінювання за трьома основними критеріями:

- 1) ефективність щодо захисту навколишнього середовища,
- 2) якість взаємовідносин з співробітниками і акціонерами та
- 3) дотримання прав людини.

При визначенні соціальних / етичних індексів використовується публічна і внутрішня інформація компанії, проводяться опитування зацікавлених сторін.

Спільним є те, що методичні засади оцінювання передбачають:

- а) комплексне порівняння сукупності критеріїв,
- б) врахування загальних та галузевих тенденції розвитку та галузевої специфіки,
- в) розраховуються на глобальному та/або регіональному рівнях.

Зокрема індекс DJSI (Dow Jones Sustainability Indices) за регіональною ознакою поділяється на:

- Австралійський індекс,

- Азіатсько-Тихоокеанській індекс;
- Європейський індекс;
- Корейський індекс;
- Північноамериканський індекс [223].

У FTSE4Good, виокремлюють індекси Європи, Південної Африки та індекси країн (США, Великобританії та Північної Ірландії, Японії, Китаю) [167].

Standard & Poor's Dow Jones Indices (S&P DJI) є піонером в області індексації ESG. S&P DJI створений у 1999 р. в партнерстві з Software Asset Management (SAM) як Світовий індекс стійкості Dow Jones, далі у 2019 р. одержав продовження у наданні широкого спектра індексів ESG з використанням даних про сталий розвиток SAM. Методологія індексу передбачає бальну оцінку сукупності критеріїв, кожен з яких має свою вагу, крім цього залежно від галузі, до якої належить компанія, застосовується поправочний коефіцієнт (рис. 3.2).



Рис. 3.2. Методичні засади формування S&P DJI ESG

Джерело: складено автором за [223]

Загальна оцінка ESG формується на рівні компанії за фінансовий рік і включає бальну оцінку за окремими: екологічними (Environment, E), соціальними (Social, S) та корпоративними (Governance, G) параметрами.

Методологія сімейства індексів S&P ESG побудована так, щоб бути простою, передбачати вибір та галузеву диференціацію відносно загальних індексів ринку S&P. Саме тому в процесі оцінювання рейтингу ураховуються галузеві критерії (Industry-Specific Criteria), що можуть використовуватися як специфічні фактори ESG.

Формування системної картини оцінювання корпоративної соціальної відповідальності з позицій ESG-концепції закладає загальні методичні засади управління ціннісно-орієнтованим розвитком компанії і підхід, закладений у побудову індексів S&P ESG, може стати відповідним підґрунтям, перевіреним багаторічною практикою. Питання полягає в інтегруванні ESG-оцінок з фінансовими параметрами економічної діяльності в загальну оцінку цінності компанії, що вимагає подальшого поглиблення в методологію формування індексів та у методологію інтегрованого оцінювання.

Першу групу критеріїв складають екологічні критерії (Environment, E), що включають широкий спектр параметрів впливу на навколишнє середовище (табл. 3.2). Максимальна сумарна бальна оцінка екологічних критеріїв дорівнює 86 балам.

Таблиця 3.2

Критерії ESG «Навколишнє середовище» за методологією

Dow Jones Sustainability Index

Категорія	Суб-Категорія	Індикатори
1	2	3
Прозорість	Якість екологічної звітності	Розкриття обсягів викидів парникових газів Розкриття кількості забруднення повітря, води та земель Розкриття кількості вироблених небезпечних відходів Розкриття інформації про використання основних природних ресурсів Розкриття інформації про споживання води Розкриття інформації про споживання енергії Специфікація екологічних ризиків та пов'язаних з ними негативних наслідків

1	2	3
Політики	Контроль впливу	Вимоги щодо використання ресурсів та енергії, утилізації відходів та викидів Політика відповідальності за продукт
	Операційні стандарти	EMS (Система екологічного менеджменту) або Система контролю продукції: Сертифікація/Аудит/Верифікація – загальні
Продуктивність	Вплив	Кількість викидів парникових газів (ПГ – GHG) Кількість забруднення повітря, води та земель Кількість вироблених небезпечних відходів Кількість споживання мінеральних ресурсів Кількість споживання води Кількість споживання енергії Кількість сфери застосування: викиди 3х ПГ Соціально-економічні витрати компанії
	Еко-інновації	Кількість енергії, виробленої з первинних відновлюваних джерел енергії Переробка побічних продуктів Сума витрат на НДДКР, пов'язані з навколишнім середовищем на рік
	Суперечності	Історичні дані про прови, витоки чи будь-які інші екологічні аварії чи звинувачення проти компанії
	Вплив	Екологічні аварії в ланцюжку поставок

Джерело: складено автором за [222]

Друга група критеріїв в три факторній моделі ESG – соціальні критерії (Social, S). Найвагомійші параметри соціального впливу представлено в табл. 3.3. Максимально можлива кількість балів за критеріями другої групи становить 36 балів.

На думку О. П. Жойдика, розглядаючи показники в області соціального впливу, було б доцільно розмежовувати соціальний вплив на зовнішній і внутрішній, що пов'язано з тим, що «зустрічаються критерії, що відображають стан всередині підприємства і взаємодію підприємства з зовнішнім середовищем» [27, с. 90]. До внутрішніх критеріїв дослідник відносить: трудові відносини, політику в галузі охорони праці та здоров'я працівників. До зовнішніх факторів: суспільні відносини, якість продукції, відповідальність за продукцію тощо.

Третю групу критеріїв сформовано із критеріїв корпоративного управління (Governance, G). Найсуттєвіші параметри третьої групи представлені в табл. 3.4.

Критерії ESG «Соціальний вплив» за методологією

Dow Jones Sustainability Index

Категорія	Суб-Категорія	Індикатори
Політики	Відносини з громадою	Розкриття благодійної допомоги, спонсорства та підтримки політичних партій
	Трудові відносини / Охорона здоров'я та безпека	Розкриття даних про нещасні випадки та професійні захворювання
	Політика спільноти та прав людини	Розроблені процедури прийому, запису та вирішення вимог зацікавлених сторін (діалог із зацікавленими сторонами) Комплексна політика та вимоги щодо прав людини Політика, яка забезпечує дотримання прав людини у ланцюжку поставок
	Політика праці	Політика та системи охорони здоров'я та безпеки Системи управління охороною праці та технікою безпеки Наявність профспілок, колективних договорів та інших інструментів відносин з працівниками
	Управління продуктами	Системи управління якістю Сфера застосування систем управління якістю
	Відносини з громадою та права людини	Негативні зовнішні наслідки для спільноти внаслідок діяльності компанії або суперечки з місцевими громадами Докази випадків дискримінації, використання дитячої чи примусової праці чи іншого зловживання правами людини компанією або її підрядниками
	Трудові відносини	Умови праці у відповідності з високими стандартами Динаміка умов праці Докази страйків, виробничих суперечок або звинувачень, пов'язаних з роботою, протягом останніх трьох років
	Відповідальність за продукт	Випадки невідповідності нормативним актам та добровільним кодексам, що стосуються охорони здоров'я та безпеки населення, або негативні соціальні наслідки продуктів та послуг Частка соціально чутливих продуктів

Джерело: складено автором за [222]

Слід зауважити, що найбільшу вагу серед наведених критеріїв мають показники (індикатори) пов'язані з акціонерами компанії, що, по-перше, означає те, що чим більше уваги компанія приділяє правам акціонерів, відкритості звітів для акціонерів, тим більшу кількість балів може отримати, по-друге, означене додатково засвідчує, що в основі ESG-концепції знаходиться управління, засноване на цінності, формуємій для стейкхолдерів і, перш за все, власників (акціонерів).

Критерії ESG «Економіка та управління» за методологією

Dow Jones Sustainability Index

Категорія	Суб-Категорія	Індикатори
1	2	3
Політики	Структура власності та права	Розкриття структури власності, впливу та приналежності Розкриття статуту та підзаконних актів Розкриття документів для зборів акціонерів
Політики	Оперативна та фінансова інформація	Комплексна річна фінансова звітність Розподіл доходів Звіт про корпоративну-соціальну відповідальність (КСВ) згідно зі стандартами GRI
	Правління, структура та процес управління	Розкриття складу та досвіду роботи ради директорів Розкриття професійної інформації про керівників Розкриття інформації про політику оплати праці ради директорів Розкриття інформації про рівні винагороди ради директорів Розкриття політики оплати праці генерального директора
	Захист прав акціонерів	Ключові права акціонерів Захист проти поглинання
	Запобігання конфлікту інтересів	Механізми викриття інформації Запобігання інсайдерській торгівлі Довгострокові заохочення для вищого керівництва, принаймні, виконавчого директора Чи пов'язані довгострокові заохочення для вищого керівництва із загальною доходністю акціонерів та економічною доданою вартістю (EVA) Позафінансові цілі для вищого керівництва Відділ внутрішнього аудиту звітує перед аудиторським комітетом правління
	Політика щодо ділової етики	Чи включає Кодекс ділової етики чи інший внутрішній документ антикорупційну політику та чи існують механізми його застосування Чи має компанія політику як відповідального інвестора чи акціонера
Продуктивність	Правління, структура та процес управління	Відсоток невиконавчих та незалежних директорів Чи є комітет з аудиту повністю невиконавчим та не пов'язаним з ним Виконавчий директор / Розподіл місць у Правлінні Частота та відвідуваність засідань правління Корпоративна-соціальна відповідальність Правління
	Винагорода	Значний розмір довгострокових заохочень генерального директора Узгодженість рівнів винагороди директора з галузевими стандартами Відповідність рівнів винагороди вищому керівництву галузевим стандартам
	Суперечності	Фінансові суперечки Суперечності, пов'язані з правами акціонерів (компенсація виконавчої влади)

1	2	3
Продуктивність (продовження)		Суперечності, пов'язані з поганою діловою практикою, включаючи хабарництво та корупцію або лобіювання щодо зниження стандартів ESG
	Правління, структура та процес управління	Відсоток невиконавчих та незалежних директорів Чи є комітет з аудиту повністю невиконавчим та не пов'язаним з ним Виконавчий директор / Розподіл місць у Правлінні

Джерело: складено автором за [222]

Галузевий фактор за методологією Dow Jones Sustainability Index ураховується в групах екологічних і соціальних критеріїв. Параметри впливу на навколишнє середовище та параметри соціального впливу корегуються у такій послідовності:

- визначається, до якої галузі належить компанія – об'єкт оцінки,
- відповідно до розподілу галузей застосовується коефіцієнт, який змінює кількість балів (рис. 3.3).

<p>Підвищуючий коефіцієнт, збільшення балів в 2 рази</p> <p>Послуги щодо сприяння працевлаштуванню Охорона здоров'я Страхування</p>	<p>Коефіцієнт не застосовується</p> <p>Рознично-торговельна діяльність Телекомунікації Фармацевтика</p>
<p>Знижуючий коефіцієнт, зниження балів в 2 рази</p> <p>Енергетичні компанії Гірничодобувні компанії Авіакомпанії Переробні компанії</p>	<p>Знижуючий коефіцієнт, зниження балів в 1,5 рази</p> <p>Готельно-ресторанний бізнес Текстильна промисловість Логістика Буріння свердловин</p>

Рис. 3.3. Коефіцієнти корегування, що застосовуються до різних галузей за методологією Dow Jones Sustainability Index

Джерело: розроблено автором за [222]

Відповідно до рис. 3.2 за методологією Dow Jones Sustainability Index найбільший знижуючий коефіцієнт застосовується до таких об'єктів оцінювання як: енергетичні компанії; гірничодобувні компанії; авіакомпанії; переробні компанії. Найбільший підвищуючий коефіцієнт до: послуг щодо сприяння працевлаштуванню; охорони здоров'я; страхування. Очевидно, що перелік галузей далеко не повний і достатньо загальний.

Група показників корпоративного управління не передбачає використання корегуючих коефіцієнтів, і для всіх компаній формування ESG-рейтингу за третьою групою відбувається однаково, виходячи з балів в таблиці критеріїв.

Крім S&P DJI ESG важливим для інвесторів і широкого кола стейкхолдерів є соціальний індекс FTSE4Good (Великобританія). FTSE4Good призначений для вимірювання результатів діяльності компаній, що демонструють сильні екологічні, соціальні та управлінські практики (ESG). Прозоре управління і чітко визначені критерії ESG роблять індекси FTSE4Good достатньо зручними інструментами для використання широким колом учасників ринку при створенні або оцінці стійких інвестиційних продуктів.

Серія індексів FTSE4Good є серією еталонних індексів для ESG-інвесторів, створеною в 2001 р. у відповідь на зростання інтересу в області соціального інвестування.

Для включення до індексу компанії мають відповідати низці критеріїв, що спонукає їх до підтримки належного рівня відповідності поточної діяльності та спрямовує подальший економічний розвиток. Для включення в індекс компанія повинна задовольняти стандартам корпоративної соціальної відповідальності за методом потрійного підсумку (екологічна, соціальна, корпоративна відповідність), мати детально прописану політику захисту навколишнього середовища, ефективну систему моніторингу довкілля, достовірну звітність і докладати великі зусилля щодо відповідності, обумовлюючи можливість бути включеними в індекс. При цьому критерії стають більш «вимогливими» для секторів, що здійснюють суттєвіший вплив на навколишнє середовище і суспільство (зокрема сільське господарство і хімічна промисловість).

Методологія FTSE4Good використовує критерії, схожі з методологією S&P DJI ESG, а саме:

- екологічні критерії;
- критерії відповідальності перед стейкхолдерами;
- критерії в області прав людини,

і зорієнтована на три ключових запитання: «Що робить компанія для захисту навколишнього середовища?», «Чи враховує компанія інтереси суспільства, в якому веде свою діяльність, та інтереси зацікавлених сторін?», «Наскільки компанія відповідає вимогам законодавства і прав людини?».

Включення компаній в індекс FTSE4Good передбачає заповнення опитувальних листів, у яких подається перелік запитань, частина з яких наведена в табл. 3.5. Певні запитання через алгоритм відповідей деталізується у додаткових запитаннях. При проведенні інтерв'ю з представником компанії відповіді мають бути розгорнутими та підтвердженими фактами і доказами (звітами, документами, тощо). За результатами оцінювання відповідей експерти підводять підсумки і вибудовують рейтинг, за яким компанії можуть бути включені в індекс FTSE4Good Global 100 або Europe 50. Зростання FTSE4Good Global свідчить про зростання вартості акцій компаній, що входять в індекс [166].

Таблиця 3.5

Запитання ESG-опитувальних листів за методологією
FTSE4Good Global Index

Група питань	Питання
1	2
Управління компанією і взаємодія з суспільством	Чи є у вас політика врегулювання інтересів стейкхолдерів? Якщо так, опишіть її.
	Чи розголошуєте ви інформацію про керуючого раді компанії?
	Чи надаєте ви звіт ще будь-яким компаніям, крім наших?
	Чи приймаєте ви участь в спонсорстві?
	Чи оновлюється ваша політика (тактика, методика) ведення бізнесу з плином часу? Як?
	Як ви повідомляєте про зміни партнерам?
	Чи прислухаєтеся ви до думки зацікавлених сторін з метою зміни політики ведення бізнесу?

1	2
Інформація як фактор виробництва	Перерахуйте джерела інформації, які ви використовуєте для розвитку вашого бізнесу. В якій формі ця інформація представлена?
	Як часто оновлюється інформація?
	Опишіть ваш підхід до перевірки достовірності інформації.
	Скільки в середньому ваші аналітики витрачають часу на взаємодію з рейтинговими агентствами?
Виробництво	Чи існує система менеджменту якості у вашій компанії?
	Наскільки раціонально ви використовуєте ресурси виробництва?
	Чи ведеться управління витратами на вашому виробництві?
	Чи намагаєтесь ви скорочувати споживання ресурсів? Як?
Екологічна відповідальність	Чи дотримується ваша компанія принципів екологічного ведення бізнесу?
	Чи ведеться облік шкоди, що завдається компанією навколишньому середовищу?
	Яка частка всіх інвестицій спрямовується на відновлення навколишнього середовища?
	Як часто компанія бере участь в акціях на користь охорони навколишнього середовища?
	Чи розроблено екополітика у вашій компанії?
Права людини	Чи дотримується компанія законодавства в області прав людини?
	Чи враховуються інтереси працівників компанії?
	Чи враховуються інтереси суспільства, чи не порушуються їх права?
	Як регулюються конфлікти інтересів, які можуть виникнути між суспільством і компанією?

Джерело: складено автором за [27, с. 94–95]

На практиці методологію формування індексів ESG рекомендують використовувати чотирма основними способами:

- фінансові продукти – як інструменти для створення інвестицій з відстеженням індексів, фінансових інструментів або продуктів фондів, орієнтованих на стійкі інвестиції;
- дослідження – для виявлення екологічно і соціально стійких компаній;
- посилення – як прозорий і постійно розвивається глобальний стандарт ESG, за яким компанії можуть оцінювати свій прогрес і досягнення;
- бенчмаркінг – як еталонного індексу для відстеження ефективності стійких інвестиційних портфелів [167].

В Україні на даний час немає соціальних фондових індексів типу Dow Jones Sustainability Index, FTSE4Good Global Index, тощо. Проте усвідомлення потреби і перспективної неминучості їхнього створення та застосування

підтверджуються окремими практиками. Зокрема за ініціативи Центру «Розвиток КСВ», яка реалізується з 2011 р., формується Індекс прозорості сайтів українських компаній. При формування Індексу оцінюється рівень розкриття інформації з корпоративної соціальної відповідальності на корпоративних сайтах. Методологія оцінювання розроблена Beyond Business (Ізраїль) у співпраці з Центром «Розвиток КСВ».

У 2019 р. Професійна асоціація корпоративного управління (ПАКУ) і Центр «Розвиток КСВ» за підтримки Центру міжнародного приватного підприємництва (CIPPE) провели оцінку українських компаній щодо прозорості в системі корпоративного управління та корпоративної соціальної відповідальності та, відповідно, визначили Індекс прозорості найбільших українських компаній [35]. Оцінювались компанії, які увійшли до ТОП-100 найбільших платників податків в Україні у 2019 р. за даними Державної податкової служби. Оцінка стосувалася економічної діяльності за 2019 р., до пандемії, викликаної COVID-19.

Зведені дані по найбільшим компаніям транспортно-логістичного сектору України за сумою сплати податкових платежів за 2020 р., які увійшли до рейтингу за Індексом прозорості компаній України [35], представлені у табл. 3.6.

За результатами оцінки єдиною транспортною компанією, що потрапила у ТОП-10 Індексу прозорості, одержавши 46,0 балів та посівши 10 місце, стала АТ «Укрзалізниця». Компанія випередила ТОВ «Нова пошта» (42,5 бали, 12 місце), ДП «Укрхімтрансміак» (30,5 бали, 24 місце), ДП «Адміністрація морських портів України» (29,0 бали, 28 місце), ПАТ «Інтерпайп НТЗ» (27,5 бали, 35 місце), ДП «МА Бориспіль» (25,5 бали, 40 місце), АТ «Укратрансгаз» (25,5 бали, 40 місце), ДП «Антонов» (24,0 бали, 45 місце), АТ «Укртранснафта» (18,5 бали, 58 місце). Між тим слід підкреслити, що компанії транспортної сфери продемонстрували одні з найвищих рівнів прозорості (29,8 %), розкриття інформації (5 з 9 компаній), тим самим показали доволі непогані результати відповідно до глобальних трендів економічного розвитку.

Індексом прозорості найбільших компанії транспортно-логістичного сектору
України за сумою сплати податкових платежів

Місце	Назва компанії	ЄДРПОУ	Індекс прозорості
1	2	3	4
Наземний і трубопровідний транспорт			
10	АТ «Укрзалізниця»	40075815	46,0
25	ДП «Укрхімтрансміак»	31517060	30,5
40	АТ «Укртрансгаз»	30019801	25,5
58	АТ «Укртранснафта»	31570412	18,5
Складське господарство та допоміжна діяльність у сфері транспорту			
12	ТОВ «Нова пошта»	31316718	42,5
28	ДП «Адміністрація морських портів України»	38727770	29,0
40	ДП «Міжнародний аеропорт «Бориспіль»	20572069	25,5
51	ТОВ «Лемтранс»	30600592	21,5
	ТОВ «Логістик юніон»	37090215	*

Джерело: складено автором за [35]

Примітки: * – згадується серед компаній, які не мають сайті

Зважаючи, що розробка методичних засад та практична апробація Індексу прозорості найбільших українських компаній є надзвичайно позитивним та своєчасним кроком на шляху сталого економічного розвитку національного ринку в цілому та окремих компаній зокрема, слід зазначити, що появи більш системних інструментів ESG-оцінювання в найближчі роки не передбачається. Проте окремі елементи комплексної оцінки економічних, екологічних та соціальних показників компаній, що застосовуються при розрахунках індексів Dow Jones Sustainability Index або FTSE4Good Global Index, можуть використовуватися експертами та дослідниками.

3.2. Організаційно-економічний механізм ціннісно-орієнтованого управління

У сучасних наукових дослідженнях з позицій системного підходу організаційно-економічний механізм управління функціонуванням та/або розвитком економічного суб'єкта представляється як система взаємопов'язаних

елементів, послідовна дія яких обумовлює досягнення визначеної мети. Через фахові категорії будь-який організаційно-економічний механізм конкретизується в сукупності організаційних структур, форм і методів управління, правових норм і важелів впливу, за допомогою яких реалізуються діючі в конкретних умовах економічні закони.

На думку вчених [15, 32, 57, 2, тощо] організаційно-економічний механізм включає в себе:

- розробку нормативно-правових документів,
- організаційну структуру,
- прогнозування, планування, організацію, мотивування та контроль,
- маркетинг та інформаційне забезпечення,
- циновий та фінансово-кредитний механізми,
- механізми оподаткування та страхування,
- механізм стимулювання праці.

Як стверджує Н. В. Зотович, таке визначення організаційно-економічного механізму управління має статичний характер. При статичному поданні механізм переважно представлений як система, що визначає порядок реалізації будь-якої діяльності без націленості на конкретний результат і урахування впливу зовнішніх сил (регуляторних органів і конкурентного середовища) [32, с. 8]. Погоджуючись з позицією науковця відносно необхідності цілеспрямованої дії механізму, його загальний висновок викликає сумніви в наслідок того, що створення організаційно-економічних механізмів, їх подальше функціонування та розвиток ні теоретично, ні тим більше практично априорі не може бути позбавлене орієнтації на мету. Інша справа полягає у тому, що таке спрямування і, відповідно, сам механізм диференційованій залежно від контексту та можуть відрізнятися у відповідності до завдань і умов їх реалізації.

Кожний організаційно-економічний механізм складається з елементів і призначення механізму полягає в тому, щоб вибудувати і потім реалізувати між ними оптимальний взаємозв'язок, який забезпечить взаємоузгоджену і послідовну дію структурних складових в процесі слідування до мети. Як наслідок при

формуванні механізму ESG-інтегрованого управління ціннісно-орієнтованим економічним розвитком транспортної компанії слід дотримуватись певної послідовності.

По-перше, шляхом аналізу, як наукового методу пізнання, що включає процедуру уявного або матеріального поділу цілісного об'єкта (предмета, явища, процесу) на складові частини (ознаки, властивості, відносини) з метою вивчення складових і представлення об'єкту в цілому як сукупності, слід виділити та охарактеризувати окремі частини формуємого механізму.

По-друге, через синтез, тобто уявне з'єднання окремих встановлених на першому кроці елементів, частин і ознак в єдине ціле, вибудувати взаємопов'язану систему елементів механізму ESG-інтегрованого управління ціннісно-орієнтованим економічним розвитком транспортної компанії.

По-третє, за результатами аналізу і синтезу конкретизувати зміст досліджуваної категорії у визначенні поняття «механізм ESG-інтегрованого управління ціннісно-орієнтованим економічним розвитком транспортної компанії», виходячи з існуючих і загальноприйнятих наукових позицій, але й з урахуванням специфіки поставленого завдання та обґрунтованого контексту його реалізації.

Фундаментальним поняттям досліджуваної категорії є поняття «управління», яке, виходячи із його змісту, являє собою «свідомий цілеспрямований вплив суб'єктів (економічних, соціальних, політичних та ін. відносин) на окремих людей, трудові колективи та більш широкі спільноти, а також економічні об'єкти з метою досягнення цими суб'єктами цілей і надання стабільності та динамічності розвитку керованим об'єктом» [22, Т. 2, с. 479]. Зважаючи, що у такому поданні ключовими елементами поняття «управління» є:

- суб'єкти управління;
- цілі;
- об'єкти управління,

саме вони стануть першими елементами формуємого організаційно-економічного механізму. Слід звернути увагу, що за визначенням суб'єкти управління, крім спрямування зусиль на досягнення цілей, мають сприяти

стабільності та динамічності розвитку об'єктів управління, а отже механізм має закладати засади для створення умов реалізації такого завдання. На нашу думку найкращим способом урахування цього у механізмі є, по-перше, відповідна конкретизація цілі, а по-друге, передбачення каналу зв'язку між елементами, що підтримує такі процеси, демонструє циклічність таких процедур та у підсумку постулює необхідність саморозвитку і самовдосконалення самого організаційно-економічного механізму також.

Повертаючись до елементу «суб'єкт управління», слід додати, що означена складова є керуючою підсистемою, що реалізується через «людину або групу людей, які здійснюють управлінський вплив на керовану підсистему (об'єкт управління) спеціалізованими технічними засобами (обчислювальною технікою, засобами зв'язку, створенням і обробкою документів та ін.)» [21, Т. 3, 731 с.]. Зважаючи, що взаємозв'язки між працівниками та/або сформованими із них підрозділами з організаційно-економічних позицій втілюються в організаційні структури, тобто у певній формі об'єднання людей для досягнення спільних економічних і соціальних цілей [21, Т. 2, 638 с.], «організаційна структура» є ще одним елементом механізму, дотичним до елементу «суб'єкт управління».

Ураховуючи, що об'єкт управління є керованою підсистемою, на яку спрямовано управлінський вплив з метою успішного руху до поставленої мети, керуюча та керована підсистеми є фундаментальними, незмінними, крайніми ланками кожного механізму. Зв'язок між керуючою та керованою підсистемами здійснюється через обмін інформацією. Від керуючої підсистеми до керованої надходить потік командної інформації, зміст якого значною мірою і визначається специфікою організаційно-економічного механізму.

Якщо і далі розглядати механізм з позицій системного підходу, то слід додати, що на управління через входи та виходи системи впливає навколишнє середовище. На вході системи подається інформація про трудові, матеріальні, фінансові, екологічні та інші фактори виробництва. На виході подається інформація і продукт функціонування системи (товари, послуги, податки, фінанси та ін.) [21, Т. 3, 731 с.]. Ні у якому разі не ставлячи під сумнів

об'єктивність цього факту у контексті невідомого ендогенного змісту моделі «чорний ящик» (Black Box), яка розглядає процес з точки зору входів і виходів, без прояснення вмісту роботи, слід додати, що саме на внутрішньому наповненні управлінського впливу необхідно зосередитись при формуванні організаційно-економічного механізму.

Узагальнюючі методологію управління, Д. О. Новіков зазначає, що зовнішнім (по відношенню до суб'єкту діяльності) середовищем (в разі опису керованої підсистеми, то суб'єктом управління) задається низка факторів, а саме:

- умови діяльності (матеріально-технічні, фінансові, інформаційні і т.ін.), що інваріантно для будь-якого виду економічної діяльності включають мотиваційні, кадрові, матеріально-технічні, науково-методичні, фінансові, організаційні, нормативно-правові, інформаційні умови;
- вимоги до діяльності та її результатів, прийняті в суспільстві та в організації норми (правові, етичні тощо) і принципи діяльності;
- критерії оцінки відповідності результату меті [67, с. 12].

Орієнтуючись на подібне наповнення внутрішнього процесу управління економічним розвитком транспортної компанії з урахуванням концептуальних позицій ціннісно-орієнтованого управління, спрямованих на створення ESG-інтегрованої цінності, а також необхідності фокусування інформаційних потоків та локальної ідентифікації результатів, слід виділити такі важливі блокові складові організаційно-економічного механізму:

- 1) система забезпечення;
- 2) теоретико-методичні засади;
- 3) специфічні функції;
- 4) напрями реалізації.

Блок «система забезпечення ціннісно-орієнтованого управління», уточнюючі умови, за якими можливе ефективне функціонування організаційно-економічного механізму, а отже і оптимальне досягнення мети, надає відповіді на запитання «Що потрібно?» і включає в себе такі елементи, як:

– нормативно-правові акти. Користуючись офіційною мовою це сукупність офіційних письмових документів, прийнятих уповноваженим суб'єктом нормо творення у визначеній законодавством формі та за встановленою законодавством процедурою, спрямованих на регулювання суспільних відносин, що містить норми права, має неперсоніфікований характер і розрахований на неодноразове застосування [65].

Але не виключно. До такої сукупності слід додати внутрішні нормативні акти транспортної компанії, тобто документи, які складає та затверджує роботодавець у межах власної компетенції відповідно до законів й інших нормативно-правових актів, колективного договору, угод, виробничих, організаційних та інших потреб поточної економічної діяльності та вимог стратегічного економічного розвитку. Отже мова йде про загальне нормативно-правове поле, що регламентує процеси формування інформаційних потоків між керуючою та керованою підсистемами та документально врегульовує покрокові процедури слідування при прийнятті рішень до загальної мети;

– економічні ресурси. Сукупність ресурсів, що використовується в господарській діяльності для виробництва, обміну, розподілу та споживання матеріальних і нематеріальних благ і задоволення зростаючих потреб населення, класично складається із:

- а) природних ресурсів (землі, повітря, води, тощо),
- б) капіталу (засобів, що використовуються для виробництва, безпосередньо не споживається в ньому, складаються з раніше виробленого продукту – перш за все це машини, будівлі, устаткування),
- в) праці (здібностей до праці, трудових ресурсів),
- г) підприємництва (підприємницьких здібностей, ініціативної, систематичної, самостійної діяльності).

Саме природні ресурси, капітал, праця та підприємництво як сукупність ініціативних творчих дій і зосереджено в елементі «економічні ресурси»;

– фінансові ресурси. Сукупність фондів грошових ресурсів, створених в процесі формування, обміну, розподілу виготовленого продукту і для реалізації

цього процесу. Фінансові ресурси свідомо виділено в окремий елемент відносно елементу економічних ресурсів, хоча широке коло вчених об'єднує ці поняття, точніше ураховує фінансову складову в економічних засобах (зокрема [22, Т. 1, с. 206]). Подібна логіка обумовлена концептуальними засадами ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком транспортної компанії, за якими еволюція моделей ціннісно-орієнтованого управління, пройшовши шлях від доданої вартості до ESG, сфокусувала аналітичну роботу та прийняття рішень на інтегрованій з нефінансовою оцінкою ESG-критеріїв оцінці фінансових показників;

– внутрішня і зовнішня інформація. Очевидно, що означений елемент є невід'ємною і засадничою складовою усього процесу управління. Загалом інформація за Е. Семенюк включає повідомлення, відомості про щось, які передає людина, відомості, втілені у матеріальній структурі (матеріалізована інформація), зменшення невизначеності завдяки отриманим повідомленням, відображена різноманітність у будь-яких об'єктах і процесах (живої та неживої природи), відмінний від речовино-енергетичних чинників бік процесів відображення, нерозривно пов'язаних з управлінням (у широкому кібернетичному, а не антропоморфному його значенні) [21, Т. 1, с. 701].

Блок «теоретико-методичні засади ціннісно-орієнтованого управління» описує вимоги до реалізації процесу управління, загалом відповідаючи на запитання «Як саме?» здійснювати цей процес. Виповіданий блок охоплює елементи:

– загальні та спеціальні (конкретні) функції. Функціональний елемент як центральний елемент теорії та практики управління, що розкриває сутність і зміст управлінської діяльності на всіх ієрархічних рівнях, концентрує в собі особливий вид робіт, який відображає напрями та/або стадії цілеспрямованого впливу на зв'язки та відносини. Перш за все він включає в себе загальні функції управління, а саме:

- а) планування,
- б) організація

- в) стимулювання та
- г) контроль.

Іноді перелік основних функцій розширюють через додавання таких функцій як:

- а) прогнозування,
- б) регулювання та
- в) координування.

Відносно спеціальних слід зазначити, що орієнтуючись на класифікацію О. Лесюк та А. Устенко, які поділяють спеціальні функції управління на:

- а) специфічні та
- б) конкретні [21, Т. 3, с. 856],

а також зважаючи на зміст формуємого організаційно-економічного механізму та необхідність акцентувати увагу на специфічних функціях окремо, навіть в окремому блоці, у даному блоці – «загальні та спеціальні функції» – під спеціальними розуміються конкретні функції, а саме: нормування, стандартизація, облік, звітність, аналіз тощо;

– підходи та принципи. Важлива концептуальна складова організаційно-економічного механізму – сукупність підходів і принципів управління. В рамках досліджуваної проблематики під підходами розуміються теоретико-прикладні засади ціннісно-орієнтованого управління компанією, починаючи від управління вартістю, закінчуючи формуванням цінності з урахуванням екологічних, соціальних та корпоративних критеріїв. Принципи або основні, вихідні положення теорії, головні, найбільш поширені правила діяльності розглянуто у контексті забезпечення економічного розвитку. Виходячи з таких позицій за базові принципи управління прийнято принципи, узагальнені зокрема І. М. Хвостіною:

- а) комплексності,
- б) інтегрованості,
- в) оптимальності,
- г) економічності,

- д) гнучкості,
- е) альтернативності,
- ж) об'єктивності,
- з) беззаперечності [107, с. 31];

– методи і моделі. Елемент презентує головним чином класичні методи прийняття управлінських рішень, як загально прийняту сукупність етапів підготовки управлінських рішень, та способів її прийняття з метою ефективного управління виробничою діяльністю та персоналом. Моделі, навпаки, включають специфічні переважно математичні залежності, що використовуються в процесі прийняття рішень та забезпечують достатній рівень обґрунтованості здійсненому вибору альтернатив. В контексті ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком маються на увазі:

- а) моделі економічного розвитку,
- б) фінансові моделі управління вартістю та
- в) інтегровані моделі управління цінністю компанії.

– інструменти і показники. З метою вирішення завдань ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком транспортної компанії з урахуванням циклічної динаміки ринкової ситуації, внутрішніх і зовнішніх ресурсних обмежень потрібні засоби, зорієнтовані на збереження здобутих позицій та подальше сталє зростання, отже потрібний конгруентний набір інструментів і показників. До сучасних інструментів управління (Business Management Tools) належать:

- а) системи,
- б) додатки,
- в) засоби контролю,
- г) методичні підходи,
- д) методології тощо,

використання яких забезпечує своєчасне реагування на зміни ринку, підтримку конкурентної позиції та підвищення ефективності.

В інструменти управління закладено певні показники ефективності (Performance Indicators), що відносяться до набору переважно кількісних показників, які використовуються для оцінки ефективності поточної економічної діяльності та загальної довгострокової ефективності транспортної компанії, і відповідно також мають бути складовою організаційно-економічного механізму.

Блок «специфічні функції ціннісно-орієнтованого управління» призначений для формування відповідної функціональної складової, саме в ньому має бути деталізована управлінська діяльність в контексті раніше закладених теоретико-методичних засад ESG-інтегрованого управління ціннісно-орієнтованого економічного розвитку. Ключовими елементами цього блоку є:

- 1) аналіз вартості компанії,
- 2) ESG-аналіз,
- 3) ESG-інтегрований аналіз цінності компанії та
- 4) ESG-інтегроване управління ризиками.

У цьому блоці здійснюється аналіз фінансових показників, що формуються вартість компанії, відслідковується та оцінюється сукупність ESG-критеріїв, визначається інтегральний показник та оцінюються ризики. Шляхом співставлення та порівняння, визначення абсолютних та відносних відхилень, встановлення трендів і факторного аналізу, прогнозування та моделювання подальшої зміни показників із виявленою ймовірністю альтернативних напрямів економічного розвитку і відбувається реалізація цього блоку фінансово-економічного механізму.

Блок «напрями реалізації ціннісно-орієнтованого управління» фокусує управлінські дії, по суті деталізуючи об'єкти управління. Відповідно реалізація механізму відбувається стосовно:

- 1) бізнес-процесів компанії,
- 2) інвестиційних проєктів,
- 3) фінансових систем і
- 4) інтегративних ефектів розвитку.

Говорячи про бізнес-процеси очевидно, що вирішальним фактором особливостей їхнього формування є галузева приналежність компанії. За

прикладом АТ «Укрзалізниця» для транспортних компаній це означає можливість ціннісно-орієнтованого управління бізнес-процесами вантажних перевезень та/або пасажирських перевезень, у т.ч. у розрізі:

- видів сполучення,
- інфраструктури,
- виробництва та сервісу [97],

проте зрозуміло, що це далеко не вичерпний і досить укрупнений перелік.

Елемент «фінансові системи» позначає сукупність інвестиційних механізмів реалізації інвестиційних проєктів. Користуючись узагальненнями Ю. В. Єльнікової та Н. О. Булавінової співвідношення «інвестиційні механізми – фінансові системи» можна описати відповідними лінгвістичними парами:

- традиційні інвестиції – традиційні фінанси,
- соціально відповідальні інвестиції – соціальні фінанси,
- «зелені» інвестиції – кліматичні, «зелені» фінанси,
- імпаکت-інвестування – змішані фінанси,
- ESG-інвестування – фінанси сталого розвитку.

Елемент «інтегративні ефекти розвитку» закладений з метою можливості активного регулювання рівня показників цінності компанії через вплив на ефекти у залежності від стану та/або потенціалу удосконалення бізнес-процесів, інвестиційних проєктів і навіть фінансових систем.

Стосовно об'єкта управління слід звернути увагу на необхідність урахуванням раніше узагальнених мегатрендів економічного розвитку транспортних компаній з акцентом у виборі альтернатив на критеріях інноваційності та сталості управлінських рішень. На користь пришвидшення системного запровадження інновацій свідчать результати дослідження, проведеного в 2020 і 2021 роках Statista (німецька компанія, що спеціалізується на ринкових та споживчих даних) у вигляді онлайн-опитування, охопивши приблизно 1000 респондентів [226]. Список відповідей на запитання «Які з наступних дій були частиною вашого купівельної поведінки за останні шість місяців?» очолила відповідь: «Доставка в той же день» (Same-day Shipping).

Враховуючи, що однією з цілей транспортних компаній є надання швидких, гнучких та безпечних транспортних послуг, що підвищують рівень задоволеності споживачів, технологічні (і не тільки) інновації є одним із способів досягнення такої цілі. Як засвідчують мегатренди в транспортно-логістичному секторі сталося багато змін, до найбільш значних з яких належить запровадження хмарних обчислень (Cloud Adoption) та ELD / GPS стеження (ELD / GPS Tracking).

Хмарні обчислення (Cloud Adoption) прискорюють цифровізацію транспортних процесів і:

- сприяють більш швидкій і гнучкій доставці,
- покращують видимість при транспортуванні
- забезпечують більш ефективну співпрацю між вантажовідправниками, перевізниками та кінцевими споживачами у вантажному русі, між пасажирами і перевізниками у пасажирському русі, між перевізниками та компаніями інфраструктури.

Наприклад, Pfizer, всесвітньо визнана фармацевтична і біотехнологічна корпорація, потребувала збільшення обсягів поставок і більш оперативному реагуванні на несподівані події. Переведення 500 постачальників в хмарну цифрову мережу допоміг Pfizer швидше масштабуватися, підвищити прозорість мережі та підготуватися до надзвичайних ситуацій [234].

ELD / GPS стеження (ELD / GPS Tracking). Інноваційні рішення для відстеження, зокрема завдяки пристроям ELD / GPS, забезпечують:

- більш ефективне управління парком;
- оптимізація транспортних засобів і ресурсів;
- створення найзручніших і швидких маршрутів;
- мінімізуйте ризиків крадіжок.

Крім цього слід враховувати прискорене поширення таких трендів як електронна комерція (Оmnіканальность 2.0) та інтеграція системи управління транспортом (TMS).

Оmnіканальність 2.0 (Omnichannel 2.0). Електронна комерція зростає і викликає потребу в багатоканальному розподілі. Дослідження McKinsey показує, що omnіканальное поширення буде зростати на 7 % в рік і наблизиться до 840 млрд дол. США до 2025 року. Це на 30 % більше, ніж в 2019 році [122]. Класична модель omnіканальності означає продаж через різні внутрішні канали. У 2021 році вона перетворилася в omnіканальність 2.0 із розширенням нових зовнішніх каналів на сторонні торговельні майданчики, такі як Etsy, Amazon і Zalando.

Інтеграція системи управління транспортом (Integration Of A Transportation Management System, TMS). Динаміка транспортно-логістичного сектору підштовхує учасників ринку транспортних послуг до автоматизації процесів і робить транспортування швидким, безперебійним і більш контрольованим. Система управління перевезеннями є частиною ланцюга постачань в контексті транспортних операцій. Програмне забезпечення TMS організовує, виконує і відстежує відвантаження, виконуючи кілька функцій:

- перевезення вантажів всіма видами транспорту (морським, залізничним, автомобільним або повітряним, масовим або дрібними відправками);
- пошук як внутрішніх транспортних засобів, так і зовнішніх постачальників послуг для доставки товарів;
- організація вхідних і вихідних відправлень всередині країни і за кордоном.

Компанії використовують програмне забезпечення TMS для швидкої і ефективної організації руху вантажів. Цифрові логістичні рішення управляють процесом пошуку товарів, планування транспортування і розрахунків за угодами. TMS нового покоління значно відрізняється від старих успадкованих систем і забезпечує:

- а) надання послуг через хмарні сервіси і постачальників послуг (Software as a Service, SaaS). Хмарні рішення і SaaS-рішення роблять системи управління транспортуванням більш зручними, економічними і доступними для малих і середніх транспортних компаній. За даними М. Гіганті (M. Gigante, 2019) в 2019 році відбулося 15 % зростання використання TMS малими і середніми підприємствами [171];

б) застосування більшістю додатків B2B, що відповідно мають функцію відстеження;

в) варіанти, схожі на Uber, які дозволяють вантажовідправникам і перевізникам забезпечувати доставку за найкращими цінами на ринку. Новий відкритий ринок транспортних послуг допомагає транспортним компаніям легко обробляти вантажі (покупки на спотовому ринку (Spot-Market Purchases), термінова доставка товарів (Immediate Delivery of Goods), перевезення на останній милі (Last-mile Shipments) і переміщення товарів від транспортних вузлів до доставки кінцевим користувачам);

г) високу окупність інвестицій, що починається з першого дня встановлення TMS. Завдяки розширеним можливостям інтеграції сучасних додатків, програмне забезпечення стає більш гнучким і адаптованим до бізнес-процесів (включаючи ручні дані, веб-сервіси, ERP і API). Таким чином, транспортні компанії, вкладаючи кошти в програмну платформу, мають широкі можливості для адаптації свого бізнесу до потреб ринку.

Саме системи управління транспортом (TMS) як нові технології все більше сприяють тому, що транспортні компанії створюють ефективні системи для інтеграції програмного забезпечення в свої бізнес-процеси та підвищують цінність свого бізнесу і цінність компанії загалом.

Наприкінці слід додати, що функціонування організаційно-економічного механізму відбувається з урахуванням взаємного впливу таких екзогенних елементів як:

- стейкхолдери,
- державне регулювання,
- інституційне середовище та
- конкурентне середовище.

Узагальнено організаційно-економічний механізм ESG-інтегрованого управління ціннісно-орієнтованим економічним розвитком транспортної компанії можна подати в схематичному вигляді (рис. 3.4).



Рис. 3.4. Організаційно-економічний механізм ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком транспортної компанії

Джерело: розроблено автором

І визначити як сукупність послідовно реалізуємих керуючою підсистемою стосовно керованої підсистеми специфічних функцій ESG-інтегрованого ціннісно-орієнтованого управління, спрямованих на забезпечення максимізації цінності та сталого розвитку компанії, в умовах циклічної динаміки національної економіки та з урахуванням особливостей галузевого ринку.

3.3. Застосування ESG-інтегрованої моделі в ціннісно-орієнтованому управлінні економічним розвитком транспортної компанії

Довгостроковий стійкий розвиток будь-якого бізнесу залежить від вирішення загальносвітових завдань у соціальній, екологічній та економічній сферах і, як було визначено у п. 3.1, переходу до нової, більш стійкої моделі економіки, яка можлива на основі впровадження інтегрованих моделей. Керівництво транспортних компаній підтримують сучасне розуміння необхідності переходу від створення поточної вартості для власників до створення довгострокової цінності, значущої для більш широкого кола зацікавлених сторін, включаючи акціонерів, працівників, клієнтів, контрагентів, місцевих громад, держави в цілому.

ESG-інтегровані моделі дозволяють аналізувати основні бізнесові, фінансові та нефінансові результати діяльності транспортних компаній в економічній, соціальній та екологічній сферах. В такому разі ціннісно-орієнтоване управління економічним розвитком транспортних компаній в парадигмі ESG-інтегрованих моделей має здійснюватися, базуючись на обґрунтованій системі принципів (рис. 3.5), сутність яких полягає у наступному.

Принцип 1. Створення довгострокової економічної цінності для всіх зацікавлених сторін є пріоритетом розвитку транспортної компанії. Реалізація цього принципу базується на розумінні того, що діяльність транспортної компанії забезпечує розвиток провідних галузей, а також національної економіки в цілому за рахунок забезпечення швидкого і безпечного транспортування пасажирів і вантажів. Крім того, транспортна компанія вносить вклад у розвиток регіонів присутності, де створює робочі місця, бере участь у вирішенні соціальних та екологічних задач. Це сприяє також підвищенню благополуччя суспільства і навколишнього середовища.

П Р И Н Ц И П И	Створення довгострокової економічної цінності для всіх зацікавлених сторін
	Забезпечення в своїй діяльності дотримання прав людини, інклюзивність, різноманіття, справедливе і рівне ставлення до всіх
	Дбайливе ставлення до навколишнього середовища
	Розвинення практик відповідального фінансування і ефективного управління ESG-ризиками
	Відповідальність за вплив, який здійснюється в процесі діяльності, дотримання чинних законодавчих норм і виконання взятих зобов'язань
	Впровадження кращих практик корпоративного управління і дотримання ділової етики
	Удосконалення інформаційної відкритості та прозорості

Рис. 3.5. Принципи ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком транспортними компаніями в парадигмі ESG-інтегрованих моделей

Джерело: розроблено автором

Принцип 2. Забезпечення в своїй діяльності дотримання прав людини, інклюзивність, різноманіття, справедливе і рівне ставлення до всіх. Транспортна компанія має дотримуватися і захищати права людини у своїй діяльності і в ланцюгу постачань, пред'являти відповідні вимоги до контрагентів, клієнтів і ділових партнерів. Компанія в своїй діяльності має дотримуватися принципу рівних можливостей і створювати умови для реалізації потенціалу всіх працівників на основі спільних цінностей, культурного різноманіття, гендерної, расової рівності та ін. Крім того, транспортні компанії мають підтримувати інклюзивність, сприяти розвитку безбар'єрного економічного середовища, підвищувати доступність соціально значимих послуг з транспортування для вразливих груп населення.

Принцип 3. Дбайливе ставлення до навколишнього середовища. Транспортна компанія у своїй діяльності повинна запобігати, зводити до мінімуму або

компенсувати власний негативний вплив на клімат і інші компоненти навколишнього середовища, удосконалюючи практики управління екологічними та кліматичними ризиками, реалізуючи програми по підвищенню ефективності використання матеріалів, енергії та води, раціонального поводження з відходами. При вивченні напрямів стратегічного розвитку транспортної компанії необхідно враховувати можливості скорочення екологічного, у тому числі вуглецевого, сліду в процесі здійснення перевезень вантажів, пасажирів і багажу.

Принцип 4. Розвинення практик відповідального фінансування і ефективного управління ESG-ризиками. Транспортна компанія має впроваджувати інтегровану бізнес-модель, яка націлена на забезпечення позитивного соціального та екологічного впливу при одночасному забезпеченні високих фінансових результатів. Підвищення довгострокової стійкості і конкурентоспроможності має здійснюватися за рахунок імплементації механізмів відповідального фінансування, комплексного і системного управління ESG-ризиками.

Принцип 5. Відповідальність за вплив, який здійснюється в процесі діяльності, дотримання чинних законодавчих норм і виконання взятих зобов'язань. Діяльність транспортної компанії має здійснюватися в суворій відповідності до законодавства України, міжнародного права і норм регуляторного середовища. Транспортна компанія, як частина великих економічних, природних і соціальних систем, несе відповідальність за свій вплив на їхній стан – перед окремими особами, перед суспільством і перед своїми акціонерами. Компанія має проводити оцінку і моніторинг впливу, розробляти і реалізовувати заходи щодо скорочення негативного і максимізації позитивного впливу.

Принцип 6. Впровадження кращих практик корпоративного управління і дотримання ділової етики. Транспортна компанія повинна демонструвати прихильність до добросовісної, відкритої і чесної ділової практики, включаючи етичні практики менеджменту. Першочергова увага має приділятися інформаційній безпеці і захисту персональних даних клієнтів, протидії корупції та запобіганню фінансових злочинів. Це передбачає розробку і впровадження єдиних стандартів корпоративного управління з урахуванням ESG-факторів і на

основі передових підходів.

Принцип 7. Удосконалення інформаційної відкритості та прозорості.

Транспортна компанія має прагнути до розкриття ясної, точної, своєчасної і достовірної інформації по своїй діяльності (за виключенням тієї, що становить комерційну таємницю), діях і їхніх наслідках, що впливають на суспільство, економіку, навколишнє середовище і формувати звітність в області ESG і сталого розвитку на основі міжнародних стандартів. Крім того, транспортна компанія має активно взаємодіяти із зацікавленими сторонами, надаючи інформацію різноманітних форматів в каналах, доступних і підібраних з урахуванням переваг зацікавлених сторін.

Відповідно до цих принципів ціннісно-орієнтоване управління економічним розвитком транспортних компаній в парадигмі ESG-інтегрованих моделей слід базувати на теорії зацікавлених сторін (стейкхолдерів) в контексті визначення та врахування інтересів зацікавлених сторін при створення цінності в процесі виробничої та фінансово-економічної діяльності компаній. Реалізація цієї теорії вплинула на розуміння соціальної відповідальності компанії як збільшення прибутку для її власників [165]. Доцільність використання такого підходу пояснюється тим, що оскільки прибуток компанії є результатом її діяльності та взаємодії із різними зацікавленими сторонами (співробітниками, клієнтами, постачальниками, державними органами, суспільством, навколишнім середовищем тощо), то її метою є задоволення потреб останніх, що дозволить їй отримати прибуток. Виникає проблема визначення взаємозв'язку між фінансовою результативністю (Corporate Financial Performance) та ESG [138, 139, 135 та ін.] і виникають запитання, пов'язані з двома аспектами: (1) «Чи можна очікувати, що більш стійкі компанії будуть більш конкурентоспроможними і більш фінансово успішними?»; (2) «Як вплинуть інвестиції в стійкий розвиток компанії на вартість бізнесу у короткостроковій і довгостроковій перспективі?». У той же час Gregory A., Tharyan R., Whittaker J. обґрунтовували, що напрямок зв'язку між ESG факторами і фінансовою результативністю є зворотнім і саме високі фінансові результати дозволять компаніям інвестувати в стійкий розвиток

[175]. Таким чином, між фінансовою результативністю компаній, у тому числі й транспортних, і ESG відсутній простий кореляційний зв'язок.

Є очевидним, що для компаній економічного сектора, зокрема транспортних компаній, отримані фінансові результати будуть визначальними для інтенсивності їхньої діяльності в соціальній та екологічній сферах. Це можна пояснити тим, що саме цінності, створені в результаті операційної, інвестиційної та фінансової діяльності, формують фінансовий базис для розвитку інших (невиробничих) сфер транспортних компаній (рис. 3.6). У той же час основний акцент на отриманні нефінансових результатів призведе до різноманітних проблем транспортних компаній, зокрема зменшення обсягів операційної діяльності, неможливість її фінансування за рахунок власних коштів, дефіцит коштів для інноваційного розвитку тощо. Це обумовлює необхідність підтримки балансу між прагненням отримання фінансових і нефінансових результатів діяльності у транспортних компаніях, що можна виразити такою лінійною комбінацією:

$$RO(t) = \alpha \cdot FR(t) + \beta \cdot NR(t), \quad (3.1)$$

де $RO(t)$ – результати діяльності транспортної компанії з урахуванням ESG за період часу t ;

$FR(t), NR(t)$ – отримані фінансові та нефінансові результати за період часу t відповідно;

α, β ($\beta = 1 - \alpha$) – вагові коефіцієнти, що визначають вагомість (важливість) для транспортної компанії отримання фінансових і нефінансових результатів відповідно.

У той же час у різні періоди часу значення вагових коефіцієнтів α, β може бути різним. Це пов'язано не тільки з «бажанням» керівництва транспортної компанії враховувати ESG фактори, а й її фінансовим станом, положенням на ринку, ставленням акціонерів до цієї проблеми. У цьому контексті особливого значення набуває дослідження взаємозв'язків факторів, що впливають на вартість транспортних компаній, і показників, які характеризують їхню фінансову стійкість, як відображення їхньої фінансової результативності.



Рис. 3.2. Взаємозв'язок між генеруванням прибутків і можливостями фінансування заходів щодо зростання фінансової та нефінансової результативності компанії

Джерело: розроблено автором

Концептуальний взаємозв'язок даних факторів полягає в тому, що при збільшенні вартості власного капіталу (чистих активів) збільшується його частка в сукупних активах компанії і, тим самим, підвищується її фінансова стійкість. Основним фактором підвищення фінансової стійкості є збільшення ринкової ціни (капіталізації) і вартості власного капіталу компанії (чистих активів).

Крім того, підвищення фінансової стійкості досягається за рахунок зростання:

- власного оборотного капіталу (Net Working Capital, NWC),

- прибутку до оподаткування і процентних витрат (Earning Before Interests & Tax, EBIT),
- прибутку до амортизації, оподаткування і процентних витрат (Earning Before Depreciation & Amortization, Interests And Tax, EBITDA) та
- оборотного капіталу компанії (Working Capital, NW).

Аналіз публікацій вітчизняних і зарубіжних вчених [133, 134, 177 та ін.] дозволяють зробити висновок, що для підвищення фінансової стійкості слід досягати цільових (оптимізаційних) показників, а саме відношення величини довгострокової кредитної заборгованості до власного капіталу (фінансового левериджу), коефіцієнта покриття відсотків, відношення довгострокової кредитної заборгованості до EBIT, коефіцієнта концентрації оборотних коштів.

Тому справедливим є і зворотне твердження, що підвищення фінансової стійкості є ефективним інструментом збільшення вартості компанії, а показник вартості компанії є інтегральним показником, який можна використовувати замість великого набору абсолютних і відносних коефіцієнтів фінансової стійкості компанії.

Згідно теорії структури капіталу Д. Дюрана, середньозважена вартість капіталу (Weighted Average Cost Of Capital, WACC) і прибутковість (вартість) власного капіталу (чистих активів) функціонально залежать від структури капіталу:

$$WACC = (1 - T) \cdot x \cdot w \cdot x \cdot r_{DZ} + (1 - w) \cdot x \cdot r_{NA}. \quad (3.2)$$

де T – ставка податку на прибуток;

w – частка довгострокової кредитної заборгованості в загальній сумі інвестованих коштів, $w = DZ / (DZ + NA)$;

DZ – довгострокова заборгованість компанії за кредитами;

NA – вартість власного капіталу (Net Assets) (акціонерний капітал, емісійний дохід, фонди, накопичена величина прибутків/збитків);

r_{DZ} – середнє значення ставки за довгостроковими кредитами (вартість позикових коштів).

Вводячи позначення для рівня фінансового левериджу $FL = DZ/PK$, формулу (3.2) можна перетворити у таку:

$$r_{NA}(FL) = WACC(FL) + (WACC(FL) - r_{DZ}(FL) \cdot x \cdot (1 - T)) \cdot x \cdot FL. \quad (3.3)$$

Здійснюючи диференціювання залежності (3.3) за рівнем фінансового левериджу і приведення подібних членів, отримуємо наступну рівність:

$$\frac{\Delta r_{NA}}{\Delta FL} = \frac{\Delta WACC}{\Delta FL} (1 + FL) + (WACC - r_{DZ}(1 - \tau)) + \frac{\Delta r_{DZ}}{\Delta FL} FL(1 - \tau). \quad (3.4)$$

Для спрощення представлення формула (3.3) може бути представлена через $(\Delta WACC/\Delta FL)$, тоді за умови, що $(NA + DZ = V)$, буде отримана така формула для відображення взаємозалежності приросту вартості транспортної компанії від зміни рівня фінансового левериджу:

$$\frac{\Delta WACC}{\Delta FL} = \frac{NA}{V} \left(\frac{\Delta r_{NA}}{\Delta FL} + \frac{\Delta r_{DZ}}{\Delta FL} FL(1 - \tau) - (WACC - r_d(1 - \tau)) \right). \quad (3.5)$$

Формули (3.2)–(3.5) відображають залежність приросту вартості компанії залежно від рівня її фінансової стійкості. У той же час необхідно враховувати, що у сучасних умовах вплив нефінансової результативності компанії також суттєво впливає на її ринкову вартість. Тоді формула (3.5) з урахуванням формули (3.1) може бути переписана таким чином:

$$\frac{\Delta WACC(t)}{\Delta FL(t)} = \alpha \cdot \Delta FR(t) + \beta \cdot \Delta NR(t), \quad (3.6)$$

де $\Delta FR(t), \Delta NR(t)$ – приріст вартості транспортної компанії за рахунок відповідно фінансової та нефінансової результативності, отриманий за період часу t .

Оскільки оцінити приріст вартості транспортної компанії за рахунок нефінансової результативності є дуже складно через неможливість її кількісної оцінки. Крім того, в Україні нефінансова результативність компанії в умовах сучасного ринку має порівняно менший вплив на її ринкову вартість, тому зосередимося на вивченні впливу саме фінансової результативності. Визначення ступеня залежності ринкової вартості компанії від складових фінансової стійкості проводилося на основі аналізу даних АТ «Укрзалізниця» за 2015–2020 рр.

Для оцінки ефективності діяльності компанії з позиції її власників застосовується економічна додана вартість (Economic Value Added, EVA). Вибір цього показника можна пояснити тим, що діяльність компанії має для них позитивний результат у випадку, якщо воно має більшу суму грошових потоків від поточної діяльності, ніж від альтернативних вкладень. При коректному застосуванні метод EVA враховує співвідношення вартості власного і позикового капіталу і дозволяє визначити, наскільки ефективно використовується капітал компанії в цілому, тобто скільки отримується економічного, а не тільки бухгалтерського прибутку. За допомогою методу EVA знімається протиріччя між мікроекономічної теорією (основною метою діяльності компанії є отримання прибутку) і теорією фінансового менеджменту (більш важливою метою є збільшення добробуту акціонерів компанії, а саме: зростання курсу акцій, зростання вартості власного капіталу компанії).

Сутність показника EVA полягає в тому, що він відображає економічну оцінку додаткової вартості до ринкової вартості компанії і оцінку ефективності її діяльності через визначення того, як ця компанія оцінюється ринком. Таким чином, у кожен конкретний період часу EVA буде показувати, який реальний економічний прибуток отримала компанія в результаті своєї діяльності, з урахуванням втрат від інвестування в інші, альтернативні можливості вкладення коштів:

$$EVA = EBIT \cdot x \cdot (1 - T) - WACC \cdot x \cdot IK, \quad (3.7)$$

де IK – інвестований капітал (власний капітал та довгострокова кредитна заборгованість).

Очікування майбутніх значень EVA має значний вплив на зростання капіталізації (ринкової ціни акцій) будь-якої компанії, зокрема транспортної. Якщо очікування суперечливі, то ціна акцій буде коливатися, і в короткостроковому періоді неможна буде визначити чітку і однозначну залежність між значеннями EVA і ціною акцій компанії. Тому завдання планування прибутку, структури і ціни капіталу є першочерговим завданням її менеджменту.

Розрахунки будуть виконуватися за даними табл. 3.7.

Таблиця 3.7

Розрахунок фінансових показників для АТ «Укрзалізниця»

Показники	Роки					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Коефіцієнт доданої економічної вартості, <i>KEVA</i>	-0,053	-0,054	-0,081	-0,122	-0,046	-0,060
Коефіцієнт покриття відсотків, <i>EBIT/Interests</i>	3,763	-8,962	-11,855	-6,130	-6,354	13,811
Відношення кредитної заборгованості до ЕВІТ, <i>LD/EBIT</i>	-4,287	-7,875	69,509	58,896	11,760	-4,887
Коефіцієнт Altman Z-Score, <i>Z</i>	0,465	0,546	0,679	0,696	0,803	0,464
Прибутковість власного капіталу, <i>ROE</i>	-0,073	-0,032	0,001	0,001	0,013	-0,052
Віддача оборотного капіталу, <i>FT</i>	4,615	4,228	4,812	6,940	4,608	6,029
Маневреність власного капіталу, <i>FT/Equity</i>	0,057	0,069	0,069	0,052	0,085	0,054

Джерело: розраховано автором на основі консолідованої фінансової звітності АТ «Укрзалізниця» за 2015–2020 рр.

Визначення коефіцієнтів виявлених залежностей будуть визначатися за допомогою методу найменших квадратів, сутність якого полягає у знаходженні коефіцієнтів лінійної залежності, при яких сума квадратів відхилень експериментальних даних від розрахункових значень буде найменшою. Тоді приймемо робочу гіпотезу, що взаємозв'язок між незалежною і залежною величинами (змінними) буде описуватися лінійним рівнянням

$$Y(X) = a_0 + a_1 \cdot X, \quad (3.8)$$

де $Y(X)$ – залежна змінна (показник);

X – незалежна змінна (показник);

a_0, a_1 – параметри рівняння регресії.

Для знаходження чисельних значень параметрів a_0, a_1 для лінійного рівняння необхідно вирішити систему рівнянь, яка складається шляхом

знаходження часткових похідних по параметрам a_0, a_1 і прирівнювання їх до нуля. В результаті отримується система рівнянь такого вигляду:

$$\begin{cases} n \cdot a_0 + a_1 \cdot \sum X = \sum Y(X), \\ a_0 \cdot \sum X + a_1 \cdot \sum X^2 = \sum X \cdot Y(X), \end{cases} \quad (3.9)$$

де n – кількість значень, за якими будується рівняння регресії.

Як показник критерію ефективності зростання EVA від показників фінансової стійкості буде використовуватися коефіцієнт доданої економічної вартості, який показує частку EVA в величині чистих активів (власного капіталу) компанії. Даний коефіцієнт характеризує, яка частка джерел власних коштів знаходиться в формі економічної доданої вартості:

$$KEVA = \frac{EVA}{NA}, \quad (3.10)$$

де NA (Net Assets) – балансова вартість чистих активів (власний капітал).

Коефіцієнт покриття відсотків (прибуток до оподаткування і процентних виплат до нарахованих відсотків (EBIT / Interests)) показує запас фінансової міцності компанії щодо здатності погашати витрати за кредитами (нараховані відсотки). Регресійна залежність коефіцієнта доданої економічної вартості від коефіцієнта покриття відсотків для АТ «Укрзалізниця», визначена за системою рівнянь (3.9) має такий вигляд:

$$KEVA = 0,012 + 0,008 \cdot \frac{EBIT}{Interests}, \quad (R^2 = 0,856). \quad (3.11)$$

Отримана залежність (3.11) показує, що зі збільшенням коефіцієнта покриття відсотків спостерігається зростання коефіцієнта доданої економічної вартості.

Наступним етапом є дослідження залежності відношення кредитної заборгованості (Loan Debt, LD) до EBIT від коефіцієнта доданої вартості. Ця залежність для АТ «Укрзалізниця» буде відображатися таким регресійним рівнянням:

$$\frac{LD}{EBIT} = 9,603 - 4,583 \cdot KEVA, \quad (R^2 = 0,686). \quad (3.12)$$

Залежність (3.12) показує, що при збільшенні коефіцієнта доданої вартості відношення кредитної заборгованості до ЕВІТ буде зменшуватися.

Для українських транспортних компаній невисокий рівень фінансового левериджу відповідає достатньо високому значенню відношення кредитної заборгованості до показника ЕВІТ. Це свідчить про недостатню збалансованість показників фінансового левериджу і платоспроможності.

Крім того, значення коефіцієнта Альтмана для АТ «Укрзалізниця» знаходяться в інтервалі $Z \leq 1,81$ (табл. 3.1), отже компанія має дуже високу імовірність банкрутства, що обумовлено малою середньою величиною коефіцієнта покриття відсотків і високим середнім значенням відношення кредитної заборгованості до ЕВІТ.

Залежність коефіцієнта Altman Z-Score від коефіцієнта доданої вартості описується таким регресійним рівнянням:

$$Z = 0,512 + 1,402 \cdot KEVA, \quad (R^2 = 0,745). \quad (3.13)$$

Як видно з (3.13), при збільшенні доданої економічної вартості у власному капіталі компанії спостерігається зростання коефіцієнта Альтмана, що свідчить про можливість зниження ймовірності банкрутства і підвищенні фінансової стійкості АТ «Укрзалізниця».

В якості критерію ефективності зростання компанії за рахунок власних джерел використовується такий інтегральний показник, як прибутковість власного капіталу (Return on Equity, ROE):

$$ROE = (1 - \tau) \left[ROA + (ROA - k_{DZ}) \cdot \frac{DZ}{NA} \right], \quad (3.14)$$

де k_{DZ} – найбільш приваблива ставка відсотка на позиковий капітал, який доступний в достатній кількості для покриття фінансових потреб компанії на кредитному ринку;

ROA (Return on Assets, ROA) – прибутковість активів.

Інтегральний показник (3.14) можна представити шляхом множення наступних коефіцієнтів ефективності виробничого процесу і фінансової стійкості: рентабельність продажів (Return on Sales, ROS), оборотність

оборотних коштів ($Sales / FT$) і коефіцієнт маневреності власного капіталу ($FT / Equity$):

$$ROE = \frac{EBIT}{Equity} = ROS \cdot \frac{Sales}{FT} \cdot \frac{FT}{Equity}, \quad (3.15)$$

де ROS – прибутковість продажів (надання послуг з перевезень),
 $ROS = EBT / Sales$;

$Sales$ – виручка від операційної діяльності;

$FT / Equity$ – маневреність власного капіталу.

Фінансовий стан компанії залежить від структури, типу джерел формування активів, а також від факторів, що обумовлюють зміну активів. Фактори, пов'язані зі збільшенням оборотних коштів і зменшенням необоротних активів, обумовлюють тенденцію прискорення оборотності всього майна компанії. В результаті спостерігається вивільнення частини коштів із обороту, що є позитивним явищем.

Характеристикою, що визначає структуру майна, є коефіцієнт маневреності власного капіталу. Даний коефіцієнт показує частку власних коштів компанії, які знаходяться в мобільній формі оборотного капіталу.

У поточній діяльності для забезпечення стабільного функціонування компанії, досягнення необхідного рівня рентабельності та платоспроможності особливу роль відіграє оборотний капітал як найбільш мобільна частина сукупних активів. Велика величина оборотного капіталу, а отже, і його низька оборотність є свідченнями слабкою ділової активності і негативно впливає на ефективність і фінансову стійкість компанії. Навпаки, швидка оборотність оборотного капіталу (віддача оборотного капіталу) дозволяє з меншими фінансовими ризиками і меншим рівнем вкладення в оборотні кошти отримати більшу виручку, що призводить до зростання коефіцієнта ROE. Залежність між прибутковістю власного капіталу та віддачею оборотного капіталу для АТ «Укрзалізниця» є такою:

$$ROE = -0,216 + 0,059 \cdot FT, \quad (R^2 = 0,823). \quad (3.16)$$

Рівняння (3.16) підтверджує прямий зв'язок між віддачою оборотного капіталу і рівнем прибутковості власного капіталу.

Залежність маневреності власного капіталу від віддачі оборотного капіталу для АТ «Укрзалізниця» матиме вигляд:

$$\frac{FT}{Equity} = 0,027 - 0,113 \cdot FT, \quad (R^2 = 0,643). \quad (3.17)$$

Отримане рівняння (3.17) показує, що при збільшенні віддачі оборотного капіталу, яка є показником ефективності функціонування виробничого процесу, буде знижуватися маневреність капіталу (зменшується частка власних коштів, що знаходиться в мобільній формі).

Перевірка правильності і достовірності висновків на основі отриманих регресійних залежностей була проведена оцінка їхньої статистичної значущості за допомогою критеріїв Фішера і Стьюдента. У додатку В наведені розрахунки для *F*-статистики і *t*-критерію. Як видно з табл. 3.8, з імовірністю 0,95 можна стверджувати, що виявлені регресійні залежності (3.9)–(3.11) і (3.14)–(3.15) коректно описують реально існуючі залежності між визначеними факторним і результирующим показниками.

Таблиця 3.8

Оцінка статистичної значущості регресійних залежностей

Залежності	F-статистика Фішера	t-критерій Стьюдента
Коефіцієнта доданої економічної вартості від коефіцієнта покриття відсотків, EBIT/Interests	32,88	82,280
Відношення кредитної заборгованості до EBIT від коефіцієнта доданої вартості	47,73	11,156
Коефіцієнта Altman Z-Score від коефіцієнта доданої вартості	61,18	16,883
Рентабельності власного капіталу від віддачі оборотного капіталу	15,50	18,866
Коефіцієнта маневреності власного капіталу від віддачі оборотного капіталу	18,21	17,565

Джерело: розраховано автором

Виявлений концептуальний взаємозв'язок можна застосовувати при використанні ціннісно-орієнтованого управління з урахуванням необхідності

використання ESG. Для вивчення такого взаємозв'язку була розроблена система сценаріїв функціонування АТ «Укрзалізниця». Дана система включає оптимістичний, передбачуваний і адаптивний сценарії. Побудова сценаріїв має базуватися на факторах, що матимуть визначальний вплив на фінансову та нефінансову результативність транспортної компанії.

Реалізація ціннісно-орієнтованого управління у сучасних умовах пов'язана з двома взаємопов'язаними факторами:

1) високий рівень невизначеності середовища, в якому здійснює свою діяльність транспортна компанія. Невизначеність, як зазначав Фінетті (Finetti, B. De), існує у всі часи і при будь-яких обставинах [161]. Однак в останні десятиріччя швидкість та інтенсивність змін в економічному, соціальному середовищах значно зросли. Так, Друкер П. існуючу ситуацію характеризував «як епоху розриву безперервності» [20]. Це зменшує можливості дослідження майбутніх станів функціонування транспортних компаній, а також факторів, що можуть мати визначальний вплив на їхню фінансову та нефінансову результативність. В таких умовах моделювання існуючих тенденцій по прямій лінії є, за визначенням П. Вака (Wack, P.), «безглуздом, оскільки правила світу постійно змінюються і стає неможливим отримання коректних прогнозів» [246];

2) необхідність вивчення того, як зміниться вартість компанії у майбутньому. Це обумовлює необхідність використання прогнозування як інструмента, що дозволяє «намітити траєкторію розвитку, функціонування та руху економічного об'єкта» [1], а також враховувати імовірності сучасних і майбутніх тенденцій з використанням існуючих даних і факторів. Коректне використання методів прогнозування дозволяє у більшому чи меншому ступені знизити рівень невизначеності зовнішнього середовища шляхом введення гіпотез. Крім того, прогнозування дозволяє модифікувати параметри внутрішнього середовища компанії (здійснювати їхню адаптацію до вимог зовнішнього середовища, наприклад, встроюючи ESG-інтегровані моделі в систему управління компанії) і, тим самим, змінюючи майбутнє, тобто, за визначенням Д. Валоніка (Walonick, D.S.), прогнози виступають як «запрошення» до внесення змін у систему [247].

Одночасне врахування цих факторів можливе при використанні сценарного підходу, сутність якого полягає в науково обґрунтованому описі альтернативних імовірнісних варіантів майбутнього. Дж. Рінгланд зазначала, що сценарний підхід є сукупністю підходів, які дозволяють підвищити якість «розумних» здогадок і зрозуміти, якими можуть бути наслідки при практичній реалізації цих здогадок і в яких випадках ризику можуть бути виправдані [217]. На відміну від формальних методів прогнозування сценарний підхід не передбачає лінійного або механістичного опису майбутнього, відображає експоненціальне поєднання різних факторів. Відповідно, сценарій – це наукова модель майбутнього конкретної економічної системи, що побудована на основі факторів, які визначають закономірності розвитку її зовнішнього та внутрішнього середовища.

При дослідженні застосування ESG-інтегрованої моделі в ціннісно-орієнтованому управлінні економічним розвитком транспортних компаній застосування сценарного підходу дозволить (1) дослідити існуючі та майбутні невизначеності, а також можливості щодо підвищення фінансової та нефінансової результативності діяльності транспортної компанії; (2) розробляти гнучку стратегію розвитку, в якій будуть урівноважені реальні обставини і необхідна гнучкість рішень відповідно до існуючої та потенційної невизначеності; (3) здійснювати моніторинг можливих відхилень від планової стратегії за допомогою системи раннього сповіщення для своєчасного корегування тактики і стратегії транспортної компанії. У той же час основні складності сценарного підходу пов'язані із труднощами проведення комплексного аналізу внутрішнього та зовнішнього середовища транспортної компанії в умовах підвищення невизначеності майбутнього.

Сценарний підхід передбачає реалізацію послідовних етапів.

Етап 1. Дослідження факторів, які мають визначальний вплив на розвиток економічної системи (транспортної компанії). Діяльність транспортних компаній визначається множиною факторів, що прямо або опосередковано впливають на їхню фінансову стійкість. Так, у наукових публікаціях виділяють дві групи факторів [51]:

1) загальносистемні фактори, а саме специфічна роль транспортних компаній в економіці: (1) вони приймають участь в процесах обігу продукції, що вироблена підприємствами інших галузей; (2) за рахунок перевезень забезпечуються взаємозв'язки між різними підприємствами і неперервність процесів виробництва і обігу продукції; (3) рівень розвитку транспорту (транспортних компаній) впливає на швидкість обігу продукції, її збереженість і кінцеву вартість; (4) продукція транспортних компаній не є новим продуктом, який може бути відокремлений від виробничого процесу (перевезення вантажів, пасажирів і багажу) і приймати участь у господарському обороті у матеріально-речовій формі. Саме загальносистемні фактори дуже часто і здійснюють визначальний вплив на фінансову результативність транспортних компаній і, як наслідок, на їхню фінансову стійкість;

2) специфічні фактори визначаються видом транспорту, до якого відноситься транспортна компанія. Так, особливостями залізничного транспорту є масовість перевезень і висока провізна спроможність залізниць, перевезення за єдиним розкладом, універсальність використання для перевезень різних вантажів і можливість масових перевезень вантажів і пасажирів з великою швидкістю, регулярність перевезень незалежно від пори року, часу доби і погоди, порівняно невисока собівартість перевезень. Особливостями автомобільного транспорту є здатність доставки вантажів, пасажирів і багажу «від дверей до дверей», висока маневреність, доступність, велика швидкість доставки, можливість використання великої кількості маршрутів, пристосованість до кліматичних умов, значне розмаїття транспортних засобів, достатньо невеликі капіталовкладення. Інші види транспорту (водний, морський, авіаційний, трубопровідний) також мають особливості виробничої діяльності.

При побудові сценаріїв для транспортних компаній не можна робити акцент виключно на одну групу факторів, оскільки, з одного боку, саме загальносистемні фактори знаходять свій прояв у попиті на перевезення і їхній вартості, тобто на можливостях транспортних компаній отримувати доходи. Іншими словами можна сказати, що саме ці фактори визначають «зовнішню ефективність» діяльності

транспортних компаній і впливають на їхню вартість. З іншого боку, специфічні фактори визначають «внутрішню ефективність», яка проявляється у номенклатурі перевезень, їхній собівартості, можливостях фінансувати операційну діяльність без залучення позикових коштів (можливості самофінансування), необхідності і вартості короткострокового та довгострокового кредитування із зовнішніх джерел тощо. Результатом сукупного впливу цих факторів є прибутки транспортних компаній, рівень їхньої фінансової стійкості і, як наслідок, їхня ринкова вартість (рис. 3.8).

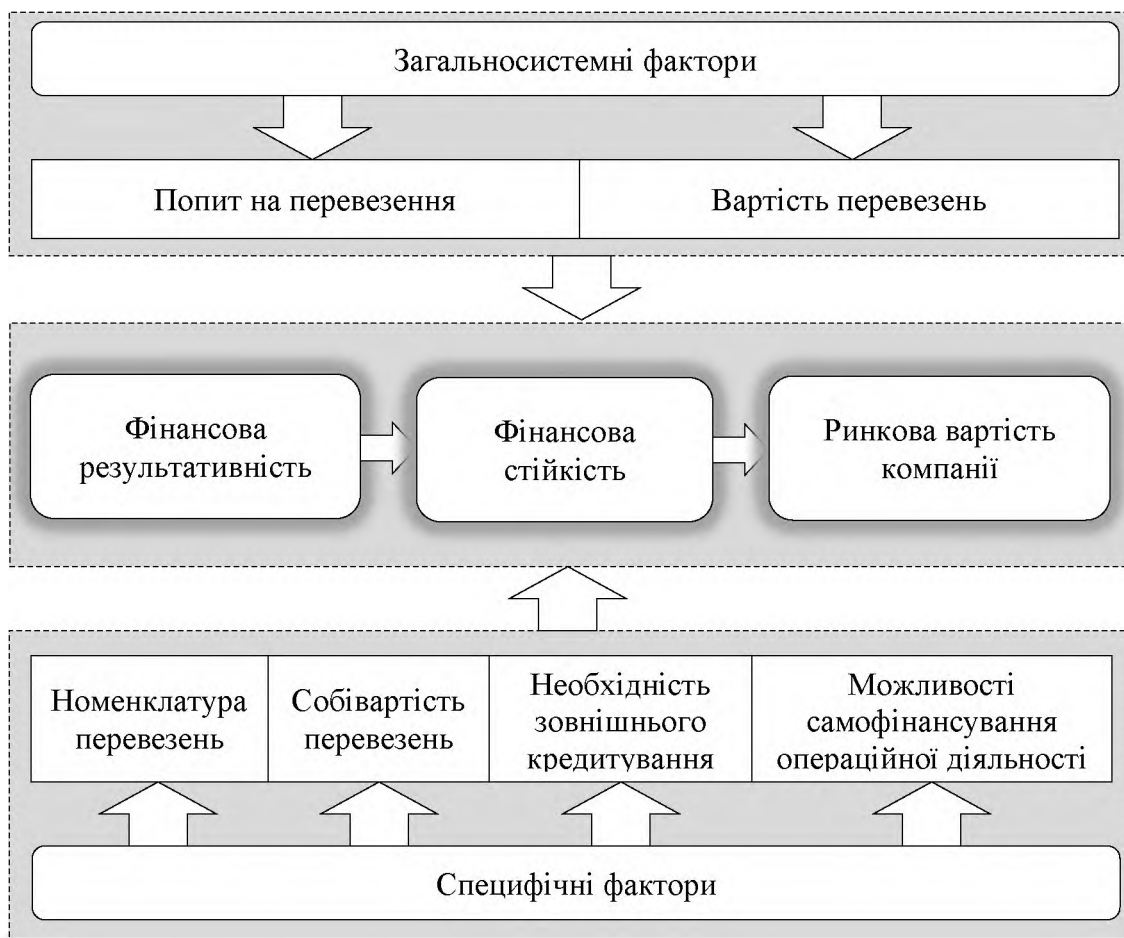


Рис. 3.8. Вплив загальносистемних і специфічних факторів на формування фінансової результативності транспортних компаній

Джерело: побудовано автором

Доповнимо аналіз впливу загальносистемних і специфічних факторів SWOT-аналізом, використання якого дозволить як оцінювати наявні внутрішні ресурси зростання фінансової та нефінансової результативності транспортної компанії, так і визначати напрями протидії загрозам їхнього зниження.

В табл. 3.9 наведено сильні сторони (Strengths), слабкі сторони (Weakness), можливості підвищення фінансової та нефінансової результативності (Opportunities) та загрози зниження результативності (Threats) для АТ «Укрзалізниця». На основі проведеного дослідження можна зробити висновок, що формування нефінансової результативності залежить від можливостей отримання фінансової результативності, яка у свою чергу прямо залежить від зовнішнього середовища.

Це пов'язано з тим, що транспортні компанії, у тому числі й АТ «Укрзалізниця» не створюють продукт, а надають послуги з транспортування іншим компаніям.

Таблиця 3.9

SWOT-аналіз для АТ «Укрзалізниця»

Фактори	Вплив на результативність
1	2
Сильні сторони (strengths)	
Єдиний технологічний процес	1. Фінансова результативність: 1.1 можливість зростання збалансованості грошових потоків і підвищення доходності; 1.2 можливість формування достатніх грошових коштів для фінансування операційної діяльності; 1.3 збереження високої конкурентоздатності; 2. Нефінансова результативність: 2.1 низький вплив на екологію; 2.2 фінансування рекреаційних заходів в сфері господарської діяльності; 2.3 фінансування соціальних програм; 2.4 реалізація заходів щодо розвитку персоналу
Здійснення масових перевезень	
Стабільний попит на залізничні перевезення	
Стабільна номенклатура вантажів	
Низька собівартість перевезень	
Слабкі сторони (weakness)	
Високий фізичний і моральний знос основних виробничих засобів (об'єктів інфраструктури і рухомого складу)	1. Фінансова результативність: 1.1 зростання витрат на підтримку основних виробничих засобів у робочому стані, а також на їхній поточний і капітальний ремонт; 1.2 зменшення сукупного фінансового результату від операційної діяльності; 1.3 погіршення показників фінансової стійкості компанії і, як наслідок, її ринкової вартості; 2. Нефінансова результативність: 2.1 зменшення обсягів фінансування соціальних гарантій робітникам; 2.2 неможливість надання населенню послуг з перевезень у достатньому обсязі з високою якістю.
Збитковість пасажирських перевезень	
Зниження пропускної здатності залізничної інфраструктури	

1	2
Можливості підвищення результативності (opportunities)	
Впровадження нового рухомого складу	1. Фінансова результативність: 1.1 зменшення витрат на його експлуатацію та утримання; 1.2 зростання доходів від перевезень; 1.3 забезпечення достатнього рівня фінансової стійкості компанії; 1.4 залучення фінансових ресурсів із зовнішніх ресурсів для інноваційної діяльності; 2. Нефінансова результативність: 2.1 реалізація соціальних і екологічних заходів відповідно до вимог ESG.
Розвиток мультимодальних перевезень	
Реформування компанії відповідно до Угоди про асоціацію між ЄС і Україною	
Загрози зниження результативності (threats)	
Розбалансованість попиту та пропозиції послуг з перевезень	1. Фінансова результативність: 1.1 зменшення доходів через переорієнтацію вантажовідправників і пасажирів на інші транспортні компанії; 1.2 зменшення доходів через зниження попиту на вантажні перевезення; 1.3 критичне зниження рівня фінансової стійкості компанії; 1.4 зниження платоспроможності і можливість технічного дефолту; 2. Нефінансова результативність: 2.1 згортання соціальних і екологічних заходів відповідно до вимог ESG.
Зниження конкурентоспроможності компанії	
Зростання впливу державних органів на діяльність компанії	

Джерело: розроблено автором

Тоді модель функціонування АТ «Укрзалізниця» буде базуватися на двох факторах: (1) попит на перевезення як похідна від обсягів продукції, які виробляються основними галузями національної економіки і яка є основою номенклатури залізничних перевезень; (2) перевізні можливості компанії як похідна від наявності і стану основних виробничих засобів (об'єктів інфраструктури та рухомого складу).

Етап 2. Побудова сценаріїв функціонування транспортної компанії. Відповідно до моделі, представленої на рис. 3.9, і на основі досліджень, проведених раніше, було розроблено 3 сценарію функціонування АТ «Укрзалізниця», а саме оптимістичний, передбачуваний і адаптивний (табл. 3.10).

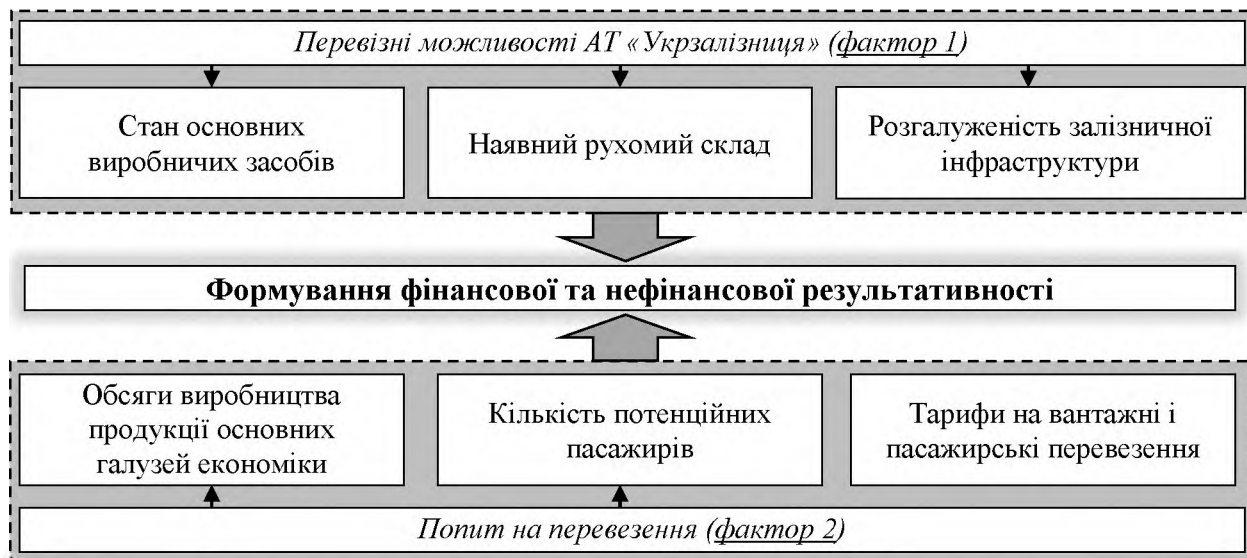


Рис. 3.9. Модель формування фінансової та нефінансової результативності АТ «Укрзалізниця»

Джерело: побудовано автором

Таблиця 3.10

Результати реалізації сценаріїв функціонування АТ «Укрзалізниця»

Сценарії	Гіпотези	Результат реалізації сценарію
Оптимістичний	1) попит на залізничні перевезення буде зростати; 2) АТ «Укрзалізниця» матиме можливості повністю задовільняти цей попит.	Зростання фінансової і нефінансової результативності
Передбачуваний	1) попит на вантажні залізничні перевезення буде зменшуватися; 2) АТ «Укрзалізниця» не матиме можливості повністю задовільняти попит на перевезення окремих категорій вантажів.	Зниження фінансової і нефінансової результативності, неможливість здійснювати вкладення у соціальні та екологічні програми
Адаптивний	1) попит на вантажні залізничні перевезення буде зменшуватися; 2) АТ «Укрзалізниця» буде намагатися повністю задовільняти попит на перевезення, які матимуть найбільшу рентабельність.	Збереження фінансової результативності і ринкової вартості компанії, залучення додаткових ресурсів у нарощення її виробничих потужностей, збільшення можливостей фінансування заходів щодо підвищення нефінансової результативності

Джерело: складено автором

Оптимістичний сценарій було побудовано на таких гіпотезах: (1) попит на залізничні перевезення буде зростати і (2) АТ «Укрзалізниця» матиме можливості повністю задовільняти цей попит. Це дозволить отримувати достатню фінансову результативність, наслідком чого буде підвищення фінансової стійкості компанії, що дозволить залучати фінансові ресурси для подальшого розвитку і здійснювати фінансування заходів щодо вимог ESG. Результатом цього буде зростання вартості АТ «Укрзалізниця» за рахунок як фінансової, так і нефінансової результативності (відповідно до (3.1)).

Передбачуваний сценарій було побудовано на таких гіпотезах: (1) попит на вантажні залізничні перевезення буде зменшуватися внаслідок скорочення промислового виробництва в провідних галузях національної економіки і (2) АТ «Укрзалізниця» не матиме можливості повністю задовільняти попит на перевезення окремих категорій вантажів. Цей сценарій можна розглядати як песимістичний, оскільки результатом його реалізації буде зниження фінансової результативності компанії, що, у свою чергу негативно вплине на її фінансову стійкість і ринкову вартість. Фінансові складнощі не дозволять здійснювати вкладення у соціальні та екологічні програми, що призведе до поступового зниження і нефінансової результативності АТ «Укрзалізниця».

Адаптивний сценарій було побудовано на таких гіпотезах: (1) попит на вантажні залізничні перевезення буде зменшуватися внаслідок скорочення промислового виробництва в провідних галузях національної економіки і (2) АТ «Укрзалізниця» буде намагатися повністю задовольняти попит на перевезення, які матимуть найбільшу рентабельність. Це дозволить підтримати рівень фінансової стійкості в умовах скорочення промислового виробництва в Україні. Крім того, це сприятиме збереженню фінансової результативності і ринкової вартості компанії, що дозволить залучати додаткові ресурси у нарощення її виробничих потужностей (оновлення рухомого складу і удосконалення об'єктів інфраструктури). В результаті покращення фінансового стану буде збільшення можливостей виділення коштів для заходів щодо підвищення нефінансової результативності.

Етап 3. Аналіз реалізації сценаріїв. При аналізі побудованих сценаріїв в цьому дослідженні основний акцент було зроблено на формуванні фінансової

результативності в аспекті забезпечення фінансової стійкості транспортної компанії і можливостей фінансування соціальних заходів для отримання нефінансової результативності. Результати розрахунків показників фінансової стійкості за формулами (3.9)–(3.11) і (3.14)–(3.15) наведені в табл. 3.11.

Дослідження фінансової стійкості АТ «Укрзалізниця» слід доповнити визначенням показників трьохфакторної моделі фінансової стійкості, яка передбачає дослідження відповідності наявних джерел формування запасів [47], а саме:

1) надлишок (+) або недолік (–) власних оборотних коштів:

$$\pm\Phi^C = K_{\text{вл}} - З, \quad (3.18)$$

де $K_{\text{вл}}$ – власні оборотні засоби на кінець періоду (власний капітал за мінусом необоротних активів);

$З$ – запаси;

2) надлишок (+) або недолік (–) власних оборотних засобів та довгострокових позикових джерел формування запасів:

$$\pm\Phi^T = K_{\text{вдз}} - З, \quad (3.19)$$

де $K_{\text{вдз}}$ – власні та довгострокові позикові джерела формування запасів (власні оборотні засоби + довгострокові зобов'язання);

3) надлишок (+) або недолік (–) загальної величини основних джерел формування запасів:

$$\pm\Phi^O = K_o - З, \quad (3.20)$$

де K_o – загальна величина джерел формування запасів (власні оборотні засоби + довгострокові зобов'язання + короткострокові зобов'язання).

На основі показників (3.18)–(3.20) визначається трьохкомпонентний показник типу фінансової стійкості компанії:

$$S(\Phi) = \begin{cases} 1, & \text{якщо } \Phi > 0, \\ 0, & \text{якщо } \Phi < 0. \end{cases} \quad (3.21)$$

На основі (3.21) діагностується рівень фінансової стійкості компанії, а саме: (1) $S(\Phi) = \{1,1,1\}$ – абсолютна фінансова стійкість; (2) $S(\Phi) = \{0,1,1\}$ – нормальна фінансова стійкість; (3) $S(\Phi) = \{0,0,1\}$ – нестійкий фінансовий стан;

(4) $S(\Phi) = \{0,0,0\}$ – кризовий фінансовий стан. Оцінка типу фінансової стійкості АТ «Укрзалізниця» для кожного сценарію наведений у табл. 3.11.

Таблиця 3.11

Розрахунки показників фінансової стійкості за сценаріями функціонування АТ «Укрзалізниця»

Відношення	Роки		
	2021	2022	2023
1	2	3	4
<i>Оптимістичний сценарій</i>			
Коефіцієнта доданої економічної вартості від коефіцієнта покриття відсотків, ЕВІТ/Interests	-0,060	-0,051	-0,043
Кредитної заборгованості до ЕВІТ від коефіцієнта доданої вартості	-4,637	-4,591	-4,545
Коефіцієнта доданої вартості від коефіцієнта Altman Z Score	0,508	0,810	1,202
Рентабельності власного капіталу від віддачі оборотного капіталу	0,001	0,003	0,007
Коефіцієнта маневреності власного капіталу від віддачі оборотного капіталу	0,083	0,081	0,079
Оцінка фінансової стійкості	$S(\Phi) = \{0,1,1\}$ – нормальна фінансова стійкість: нормальна платоспроможність і висока фінансова результативність операційної діяльності, що дозволить спрямовувати грошові кошти для забезпечення нефінансової результативності		
<i>Передбачуваний сценарій</i>			
Коефіцієнта доданої економічної вартості від коефіцієнта покриття відсотків, ЕВІТ/Interests	-0,060	-0,075	-0,079
Кредитної заборгованості до ЕВІТ від коефіцієнта доданої вартості	-4,937	-5,006	-5,362
Коефіцієнта доданої вартості від коефіцієнта Altman Z Score	0,488	0,435	0,378
Рентабельності власного капіталу від віддачі оборотного капіталу	0,001	0,001	0,001
Коефіцієнта маневреності власного капіталу від віддачі оборотного капіталу	0,084	0,086	0,089
Оцінка фінансової стійкості	$S(\Phi) = \{0,0,0\}$ – кризовий фінансовий стан: компанія є повністю неплатоспроможним і знаходиться на грані банкрутства, що робить неможливим реалізацію заходів щодо отримання нефінансової результативності		

1	2	3	4
<i>Адаптивний сценарій</i>			
Коефіцієнта доданої економічної вартості від коефіцієнта покриття відсотків, EBIT/Interests	-0,060	-0,058	-0,054
Кредитної заборгованості до EBIT від коефіцієнта доданої вартості	-4,673	-4,661	-4,645
Коефіцієнта доданої вартості від коефіцієнта Altman Z Score	0,500	0,612	0,712
Рентабельності власного капіталу від віддачі оборотного капіталу	0,001	0,001	0,002
Коефіцієнта маневреності власного капіталу від віддачі оборотного капіталу	0,083	0,082	0,082
Оцінка фінансової стійкості	$S(\Phi) = \{0,0,1\}$ – нестійкий фінансовий стан: порушення платоспроможності компанії, одним з наслідків чого необхідність залучення додаткових джерел фінансування. Однак відновлення платоспроможності є можливим, що дозволить спрямовувати грошові кошти на соціальні заходи		

Джерело: розраховано автором

Як видно з наведених розрахунків (табл. 3.11), найбільший вплив на вартість транспортних компаній і рівень їхньої фінансової стійкості має вплив зовнішнього середовища через зміну макроекономічних індикаторів, наслідком чого є економічна активність в Україні та сусідніх країнах і, як результат, попит на перевезення. З урахуванням того, що реалізація оптимістичного сценарію має незначну імовірність [195], то основні зусилля мають бути спрямовані на реалізацію адаптивного сценарію і транспортним компаніям необхідно здійснювати активну адаптацію до змін у зовнішньому середовищі для підтримки фінансової стійкості компанії і збереження її вартості. Це також сприятиме відповідно до сучасних вимог успішній імплементації ESG-інтегрованих моделей в систему управління транспортними компаніями і матиме позитивний вплив на їхню ринкову вартість.

Висновки до розділу 3

1. За системним підходом та згідно теорії управління організаційно-економічний механізм складається з керуючою та керованою підсистем. Зосередження уваги на вмісті роботи та внутрішньому наповненні управлінського впливу, застосування таких наукових методів пізнання як аналіз та синтез, теоретичний пошук та семантичне поглиблення у зміст дотичного термінологічного апарату дозволило виокремити чотири базові блоки та виділити взаємопов'язані елементи механізму. Організаційно-економічний механізм було утворено із чотирьох блокових складових: система забезпечення; теоретико-методичні засади; специфічні функції; напрями реалізації та передбачає урахування факторів зовнішнього впливу. За умови фокусування дій механізму на створенні ESG-інтегрованої цінності транспортних компаній особливої уваги заслуговують такі складові як специфічні функції (аналіз вартості компанії, ESG-аналіз, ESG-інтегрований аналіз цінності компанії, ESG-інтегроване управління ризиками) і напрями реалізації (бізнес-процеси компанії: вантажні та/або пасажирські перевезень, інфраструктура, виробництво та сервіс; інвестиційні проєкти; фінансові системи; інтегративні ефекти розвитку), взаємоузгоджена деталізація який потребує подальших розробок методичного забезпечення. Синтезований з урахуванням результатів аналізу погляд дозволив узагальнено, схематично представити та розкрити зміст механізму ESG-інтегрованого управління ціннісно-орієнтованим економічним розвитком транспортної компанії.

2. За результатами дослідження проблематики ціннісно-орієнтованого управління в контексті ESG-філософії було встановлено, що завдяки урахуванню ESG-критеріїв економічний розвиток компаній не лише демонструє стійке зростання фінансових показників, а й набуває ознак сталості. Стале зростання є ключовою ідеєю сучасної економіки. Важливою категорією ESG-філософії є поняття соціально відповідального інвестування, що поєднує етичні та/або екологічні цілі з фінансовими, передбачає застосування різних підходів соціального скринінгу (вилучення, «найкращий в класі», «галузі майбутнього», оптимізація ризиків, інтегральний підхід) та обмежує інвестиційні альтернативи

соціально прийнятними рамками. Соціально відповідальне інвестування разом із корпоративною соціальною відповідальністю є видами соціально відповідального фінансування компанії.

3. Основою розв'язання проблем соціально відповідального вибору, у т.ч. пов'язаному із інвестуванням, є теорія прийняття рішень за множиною критеріїв, яка включає в себе групу операційних методів дослідження, що дозволяють зробити вибір за наявності декількох критеріїв, цілей або завдань. Крім того в процесі прийняття рішень щодо ESG-інвестування застосовуються релевантні моделі, до традиційних моделей вимірювання інвесторами ефективності відносять коефіцієнт Шарпа, коефіцієнт Омега, коефіцієнт Сортіно та модель CAPM.

4. За результатами дослідження змісту і систематизації ESG підходів, методів і моделей узагальнено концептуальні засади ESG-інтегрованого аналізу цінності транспортної компанії, а також надане авторське визначення відповідного поняття. Під ESG-інтегрованим аналізом цінності транспортної компанії необхідно розуміти концептуальний та науково-методичний підхід до аналізу цінності компанії, що включає вивчення фінансово-економічної інформації із встановленням значень фінансових критеріїв вартості та інформації про відповідальне інвестування і сталий розвиток з ідентифікацією рівня ESG-критеріїв цінності з подальшим інтегруванням результатів оцінювання.

5. Ціннісно-орієнтоване управління економічним розвитком транспортних компаній в парадигмі ESG-інтегрованих моделей має базуватися на теорії стейкхолдерів в контексті визначення та врахування інтересів зацікавлених сторін при створенні цінності в процесі виробничої та фінансово-економічної діяльності компаній. Обґрунтовано, що для компаній економічного сектора, зокрема транспортних, отримані фінансові результати будуть визначальними для інтенсивності їхньої діяльності в соціальній та екологічній сферах.

6. Встановлено концептуальний взаємозв'язок між показниками фінансової стійкості та вартістю компанії. Для вивчення цього взаємозв'язку була розроблена система сценаріїв функціонування транспортної компанії (АТ

«Укрзалізниця»), яка включає оптимістичний, передбачуваний і адаптивний сценарії. В сценаріях акцент зроблено на аналізі факторів, які мають визначальний вплив на фінансову та нефінансову результативність транспортної компанії. Визначено, що формування нефінансової результативності визначається можливостями отримання фінансової результативності, яка прямо залежить від зовнішнього середовища. Це пов'язано з тим, що транспортні компанії не створюють продукт, а надають послуги з транспортування іншим компаніям.

7. Найбільший вплив на вартість транспортних компаній і рівень їхньої фінансової стійкості має зовнішнє середовище через зміну макроекономічних індикаторів, наслідком чого є попит на перевезення. Тому при реалізації ціннісно-орієнтованого управління транспортним компаніям необхідно здійснювати активну адаптацію до змін у зовнішньому середовищі для підтримки фінансової стійкості та збереження ринкової вартості.

Результати досліджень, представлені у даному розділі, опубліковано у працях [75, 78, 209].

ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі здійснено теоретичні узагальнення та запропоновано авторський підхід до розв'язання наукового завдання із розробки теоретико-методичних засад і надання науково-практичних рекомендацій щодо ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком транспортної компанії. Основні науково-практичні висновки полягають у такому:

1. З метою розширення теоретичного підґрунтя для поглибленого аналізу ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком транспортної компанії уточнено сутність понять «ціннісно-орієнтоване управління» та «ціннісно-орієнтоване мислення». Встановлено, що сучасне ціннісно-орієнтоване управління є бізнес-філософією, яка орієнтує процеси менеджменту та економічного розвитку на створення і максимізацію цінності компанії для багатьох стейкхолдерів, а також передбачає перехід до ціннісно-орієнтованого мислення з фокусуванням на генерації, прийнятті та реалізації альтернатив, які через досягнення фінансових та нефінансових цілей забезпечують масштабування грошових потоків.

2. Узагальнено основні моделі економічного розвитку, що описують процеси кількісних (динаміка економічного зростання) і якісних (структурні та соціальні) змін (лінійних стадій розвитку, структурних трансформацій, зростання нерозвинених країн, зовнішньої залежності, вільного ринку, ендогенного зростання, сталого розвитку, цифрових трансформацій). Розвинуто класифікацію теорій фірми, яку представлено як сукупність фундаментальних (технологічних та індустріальних) і прикладних теорій. Ціннісно-орієнтоване управління визначено як прикладну теорію, що концентрує методологію на питанні зростанні цінності бізнесу для стейкхолдерів і є середовищем апробації загальнотеоретичних положень та інструментарію фундаментальних теорій економічного розвитку компанії.

3. Виокремлено дві групи моделей ціннісно-орієнтованого управління: до першої групи – фінансові моделі управління вартістю – віднесено модель Дж.

Майлза – Р. Іззеля; модель А. Раппопорта; модель Т. Коупленда, Т. Коллера та Дж. Муррина та гексаграма McKinsey; модель Дж. Ольсона; модель Дж. Стерна – Б. Стюарта; модель Б. Стюарта; модель А. Дамодарана; модель збалансованого зростання К. Уолша; підхід Г. Арнольда – М. Дейвіса; до другої – інтегральні моделі управління цінністю компанії – такі моделі як BSC (система збалансованих показників) та ESG (відповідальне інвестування та стійкий розвиток). Виявлення логіки та змісту теоретичного і прикладного внеску науковців і практиків у концептуальний і методологічний розвиток ціннісно-орієнтованого управління дозволило відстежити спадкоємність та відзначити тісний зв'язок між існуючими моделями; особливо відносно групи інтегральних моделей управління, яка, ґрунтуючись на фундаментальних положеннях та інструментарії фінансових моделей, ураховує глобальні тенденції та провідні теоретичні концепції сучасності.

4. Встановлено, що головними мегатрендами, що протягом тривалого періоду впливатимуть на загальний розвиток транспортних систем, між тим по різному визначатимуть динаміку окремих транспортно-логістичних сегментів, є: двошвидкісний світ, урбанізація, сталість, перевантаженість та дефіцит інфраструктури, електронна комерція, оцифрування та цифрова трансформація, пандемія. За результатами аналізу підтверджено, що динаміка обсягів роботи та структурні зрушення на ринку транспортних послуг України демонструють об'єктивну залежність поточного етапу розвитку національного транспорту загального користування від великомасштабних довгострокових процесів системних та інноваційних трансформацій.

5. Обґрунтовано, що ключовими умовами збільшення вартості та створення цінності транспортних компаній стають: фокусування на зростанні рентабельності інвестицій та рентабельності інвестованого капіталу; прийняття потужних стратегічних рішень та реалізація масштабних інвестиційних проєктів; розробка і реалізація стратегій з максимальним урахуванням мегатрендів економічного розвитку транспортно-логістичного сектору. Як наслідок до головних імперативів збільшення вартості та створення цінності транспортних

компаній віднесено: гнучкість у розподілі ресурсів, збалансоване фінансування активів, цифрову трансформацію, використання можливостей злиття, поглинання та співпраці, VUCA-управління.

6. Удосконалено організаційно-економічний механізм транспортних компаній на засадах ціннісно-орієнтованого управління, що на відміну від наявних, містить блоки: система забезпечення; теоретико-методичні засади; специфічні функції; напрями реалізації. Удосконалений механізм є сукупністю послідовно реалізуємих керуючою підсистемою стосовно керованої підсистеми специфічних функцій ESG-інтегрованого ціннісно-орієнтованого управління, спрямованих на забезпечення максимізації цінності та сталого розвитку компанії, в умовах циклічної динаміки національної економіки та з урахуванням особливостей галузевого ринку. Впровадження даного механізму сприятиме створенню цінності транспортних компаній.

7. Розроблено інструментарій ціннісно-орієнтованого управління економічним розвитком транспортної компанії за рахунок побудови сценаріїв, а саме: оптимістичного, передбачуваного, адаптивного. За результатами розрахунків доведено, що в умовах складного і невизначеного зовнішнього економічного середовища необхідно здійснювати активну адаптацію до змін в ньому для підтримки фінансової стійкості і збереження ринкової вартості. Впровадження стратегії адаптації у транспортних компаніях є одним з ключових факторів забезпечення довгострокового сталого розвитку і виживання суб'єкта господарювання в сучасних ринкових умовах.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Абдеев Р.Ф. Философия информационной цивилизации. М.: ВЛАДОС, 1994. 336 с.
2. Адаптаційно-інтеграційні механізми управління інноваційними процесами в економіці: Колект. Монографія [Аванесова Н. А. та ін.]; за ред. д-ра екон. наук, проф. Прохорової В. В.; Укр. інж-пед. акад. Харків: Вид-во Іванченка І. С., 2019. 299 с.
3. Барулина Е. В., Барулин С. В. Управление стоимостью компании. Финансовый контроллинг, менеджмент, информационно-сервисное обеспечение: Монография. М.: Русайнс, 2016. 256 с.
4. Бойко М. Г. Методологічні основи формування ціннісно орієнтованого управління підприємствами. Вісник КНТЕУ. № 5. 2009. С. 74–84.
5. Боняр С.М., Аляб'єва О.М. Систематизація факторів впливу на інноваційний розвиток підприємства в сучасних економічних умовах. Проблеми економіки, 2019. №3 (41). С. 77–83.
6. Боярко І. М., Самусевич Я. В. Теоретичні аспекти системи ціннісно-орієнтованого управління підприємством. Бізнес Інформ. № 9. 2012. С. 282–284.
7. Бутківська Т. В. Проблема цінностей у соціалізації особистості. Цінності освіти і виховання: наук.-метод. зб. [за заг. ред. О. В. Сухомлинської]; АПН України. К., 1997. С. 27–31.
8. Ващенко Т. В., Восканян Р. О. Управление стоимостью компании: учебно-методическое пособие. М.: Проспект, 2018. 160 с.
9. Волоков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты: монография. Высшая школа менеджмента СПбГУ. СПб. Изд-во «Высшая школа менеджмента»; Издаат. дом С.-Петербур. гос. ун-та, 2008. 320 с.
10. Вострикова Е. О., Мешкова А. П. ESG-критерии в инвестировании: зарубежный и отечественный опыт. Финансовый журнал. №4. 2020. 117–129 с.
11. Головенчик Г. Г., Ковалев М. М. Цифровая трансформация и экономический рост (на примере белорусской экономики). Журнал Белорусского государственного университета. Экономика. 2018. № 1. С. 102–121.

12. Горбунов В. К. Производственные функции: теория и построение. Ульяновск: УлГУ, 2013. 84 с.
13. Грязнова А. Г., Федотова М. А. Оценка бизнеса. М.: Финансы и статистика, 2009. 736 с.
14. Гудкова В. П. Методологія забезпечення ефективної діяльності підприємств сфери пасажироперевезень: Монографія. К.: ДЕДУТ, 2013. 290 с.
15. Гудкова В. П., Сич Є. М. Пасажирський комплекс залізничного транспорту: розвиток і ефективність: Монографія. К.: «Видавництво «Аспект-Поліграф», 2004. 248 с.
16. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов; Пер.: Д. Ліпінський, І. Розмаїнський, А. Скоробогатов. М.: Альпина Паблішер, 2019. 1316 с.
17. Денисов И. В. Теория экономико-технологического развития фирм. М.: Монография. Изд-во. «Гриф и К», 2008. 245 с.
18. Державна служба статистики України URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
19. Державна служба статистики України. Економічна статистика. Економічна діяльність. Діяльність підприємств. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/menu/menu_u/size_20.htm
20. Друкер П.Ф. Эпоха разрыва. Ориентиры для нашего меняющегося общества. М.: Вильямс, 2007. 336 с.
21. Економічна енциклопедія: У трьох томах / Редкол... С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К.: Видавничий центр «Академія». – Т. 1, 2000. – 864 с.; Т. 2, 2001. – 848 с.; Т. 3, 2002. – 952 с.
22. Економічний енциклопедичний словник [С. В. Мочерний, Я. С. Ларіна, О. А. Устенко, С. І. Юрій] Т. 1: Львів: Світ, 2005. 616 с.; Т. 2; Львів: Світ, 2006. 568 с.
23. Еремеева И. Е. Управление стоимостью компании в процессе формирования и развития бизнеса: дис... кандидата экономических наук. Российская академия государственной службы, М., 2007. 181 с.
24. Ефимов В. М. Экономическая наука под вопросом: иные методология, история и исследовательские практики: Монография. – М.: КУРС, НИЦ ИНФРА-М, 2016. 352 с.

25. Єльнікова Ю. В., Булавінова Н. О. Критерії інвестиційного аналізу звітності зі сталого розвитку компаній. Розвиток інтегрованої звітності підприємств. 2019. С. 295–296.

26. Єльнікова Ю. В., Пластун О. Л., Макаренко І. О. Обґрунтування сутності та типології відповідального інвестування як механізму державної інвестиційної політики. Електронне наукове фахове видання з економічних наук «Modern Economics», №20 (2020), 105–111.

27. Жойдик А. П. Развитие методов оценки корпоративной социальной ответственности российских компаний. Дис... к-та екон. наук, 08.00.05 – экономика и управление народным хозяйством: менеджмент. М., 2015. 198 с.

28. Завалій Т. О. Вартість чи цінність підприємства в контексті концепції Value-Based Management. Формування ефективної моделі розвитку підприємства в умовах ринкової економіки: тези V Міжн. наук.-практ. конф., 2–3 лист. 2017 р. Житомир: ЖДТУ, 2017. С. 557–559.

29. Закон України «Про транспорт» № 232/94-ВР від 10.11.1994 р.

30. Закону України «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні» (Відомості Верховної Ради України (ВВР), 1999, № 40, ст.365) із змінами та доповненнями URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/996-14#Text>

31. Захаркін О. О. Теоретичні основи адаптації ESG-критерію в інноваційноінвестиційну діяльність підприємств / О. О. Захаркін // Інвестиційно-інноваційна діяльність. Інтелект XXI. № 3. 2015. С. 47–55.

32. Зотович Н. В. Организационно-экономический механизм управления предприятием энергетики. Автореферат дис... к-та екон. наук, 08.00.05 – экономика и управление народным хозяйством: менеджмент. Ижевск, 2010. 24 с.

33. Индекс стоимости бизнеса. ООО «Юнайтед Кэпитал Партнерс Эдвайзори», инвестиционная группа УСР. 2018. 64 с.

34. Исакин М. А., Шакина Е. А. Теоретические предпосылки управления стоимостью на основе интегрального показателя экономической добавленной стоимости. Экономика и управление. № 11 (60). 2009. 261–267 с.

35. Индекс Прозорості Компаній України 2019. К.: 2020. 64 с.

36. Інформація щодо розміщення ОВДП у 2008–2021 роках URL: https://bank.gov.ua/files/OVDP_mis.xlsx

37. Кабир Л. С. Социально ответственное инвестирование: тренд или временное явление? Экономика и управление. № 4. 2017. С. 35–41.
38. Касьяненко Т. Г., Маховикова Г. А. Оценка стоимости бизнеса. М.: Издательство Юрайт, 2014. 411 с.
39. Касьяненко Т. Г., Тарасова Ж. Н. Управление, ориентированное на стоимость компании (VBM): Монография. М.: Русайнс, 2020. 342 с.
40. Кашина Е. В., Шалгинова Л. А. Проблемы эффективного управления стоимостью ресурсоемких предприятий: монография. Красноярск: Сиб. федер. ун-т, 2015. 136 с.
41. Климко Г. Н., Нестеренко В. П., Канищенко Л. О., Чухно А. А. Основи економічної теорії. Політекономічний аспект: підручник для студентів економічних спеціальностей вищих закладів освіти. К.: Вища школа, 1999. 743 с.
42. Когденко В. Г., Мельник М. В. Управление стоимостью компании. Ценностно-ориентированный менеджмент. М.: Юнити-Дана, 2015. 447 с.
43. Коллинз Дж. От хорошего к великому. Почему одни компании совершают прорыв, а другие нет; пер. с англ. М., 2001. 248 с.
44. Кондратьев Н. Д. Большие циклы конъюнктуры: Доклады и их обсуждение в Институте экономики. 1-е изд. М., 1928. 287 с.
45. Кондратьев Н. Д. Основные проблемы экономической динамики. М.: Наука, 1991. 550 с.
46. Кондратьев Н. Д. Проблемы экономической динамики. М.: Экономика, 1989. 526 с.
47. Кононенко О. Анализ финансовой отчетности. 3-е издание переработанное. Х.: Фактор, 2005. 156 с.
48. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. Пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. 575 с.
49. Кравченко О. Ринкова вартість компанії: методологія оцінки та шляхи максимізації. Міжнародна економічна політика. № 2(7). 2007. С. 184–206.
50. Кравченко О. А. Анализ финансового потенциала предприятий на основе бальной оценки. Przemiany w nowoczesnym społeczeństwie: aspekty ekonomiczne: [monograph]. Poland, The Academy of Management and Administration in Opole, 2017. 348 pp. Pp. 294–300.

51. Кравченко О.О. Сценарне фінансове планування і прогнозування на залізничному транспорті: теорія і практика: [монографія]. Київ, ДЕТУТ, 2013. 300 с.
52. Криворучко Я. Ю. Концепція цінності у маркетингу. Вісник Національного університету «Львівська політехніка». 2007. № 594: Логістика. С. 100–106.
53. Кулаковська Т. А. Циклічність як форма розвитку економіки: концептуальні погляди та сучасні особливості циклів. Причорноморські економічні студії. Випуск 38-1. 2019. С. 11–15.
54. Лаврененко В. В. Ціннісно-орієнтоване управління підприємством: ресурсні аспекти. Функціональна економіка. Вчені записки. № 14. Частина 2. 2012. С. 139–144.
55. Лагута Я. М. Стейкхолдерський підхід в корпоративній соціальній відповідальності компанії. Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. 2017. Вип. 25(1). С.130–133.
56. Леус Д. В. Врахування ESG-критеріїв при здійсненні портфельного інвестування у сталий розвиток. Інвестиції: практика та досвід. № 2/2014. С. 72–75.
57. Ложачевська О. М. Управління організаційно-економічним розвитком транспортного комплексу регіону. Дис... д-ра екон. наук: 08.07.04 – економіка транспорту та зв'язку; Національний авіаційний ун-т. К., 2004. 342 с.
58. Лотиш О. Я. Економічні теорії фірми: сучасні підходи та аналіз. Соціально-економічні координати розвитку підприємницької діяльності. Колективна монографія / Під ред. д.е.н., проф. О. О. Непочатенко. Умань: СПД «Сочінський», 2014. Ч.1. С. 9–20.
59. Лубкей Н. П. Проблеми застосування вартісно-орієнтованого підходу в управлінні вітчизняними підприємствами. Актуальні проблеми економіки та управління в епоху глобальних викликів і загроз: Зб. мат.-лів всеукр. наук.-практ. конф., Дніпро, 26–27 квіт. 2018 р. В 2-х томах. Т. 1. Нац. метал. академія України. 2018. С. 184–186.
60. Матяж С. В., Березянська А. О. Класифікація цінностей та ціннісних орієнтацій особистості. Наукові праці. Соціологія. Випуск 213. Том 225. С. 27–30.
61. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємств. Монографія. К.:КНЕУ, 2002. 272 с.

62. Методика національної оцінки ризиків відмивання коштів та фінансування тероризму в Україні (оновлена). Organization for Security and Cooperation in Europe (OSCE). Київ, 2018. 180 с.

63. Міжнародні стандарти фінансової звітності. Версія перекладу українською мовою – 2011 рік. Редакція на 12.03.2013 року URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/929_010#Text

64. Музиченко О. В. Стратегії соціально відповідального інвестування: еволюційний аспект. Інвестиції: практика та досвід. № 18/2015. С. 22–27.

65. Наказ Фонду державного майна України «Про затвердження Інструкції про порядок підготовки, видання, подання на державну реєстрацію та систематизацію нормативно-правових актів Фонду державного майна України» № 300 від 13.02.2004 URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0300224-04#Text>

66. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку URL: <https://www.nssmc.gov.ua/>

67. Новиков Д. А. Методология управления. М.: Либроком, 2011. 128 с.

68. Пасько О. В., Мартей Е. М. Теорія агентських відносин у корпоративному управлінні в XXI ст. Економіка та управління підприємством. Миколаївський національний університет імені В.О. Сухомлинського. Вип. 12. 2016. С. 322–326.

69. Пахомова Н. В. Теория фирмы в контексте современного экономического образования. Вестник Санкт Петербургского университета. Сер. 5. Вып. 1. 2007. С. 141–157.

70. Петленко Ю. В. Сучасні концепції оцінки вартості вертикально-інтегрованих структур. Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія: Економічні науки. Випуск 7. Частина 5. 2014. С. 64–67.

71. Пластун О. Л., Єльнікова Ю. В., Шелюк А. А., Воронцова А. С., Артеменко А. С. Роль державної інвестиційної політики та відповідального інвестування у фінансуванні сталого розвитку. Agricultural and Resource Economics: International Scientific E-Journal. 2020. Т. 6, № 2. Pp. 108–125.

72. Податковий кодекс України. Відомості Верховної Ради України (ВВР), 2011, № 13-14, № 15-16, № 17, ст.112 із змінами та доповненнями URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17#Text>

73. Попов Е. В. Эволюция институтов миниэкономики. М.: Наука, 2007. 542 с.
74. Портний О. В. Методичні засади ESG-концепції управління економічним розвитком компанії. Прогнозування соціально-економічного розвитку: планування, управління та аналіз: матеріали Науково-практичної конференції 31 липня 2021 року, Дніпро: Наукова економічна організація «Перспектива», С. 52–56.
75. Портний О. В. Механізм ESG-інтегрованого управління ціннісно-орієнтованим економічним розвитком транспортної компанії. Український журнал прикладної економіки. Тернопіль: Тернопільський національний економічний університет. 2021. Том 6. № 1. С. 353–361.
76. Портний О. В. Ситуаційний контекст розвитку сучасних транспортних компаній. Теорія і практика сучасної науки: матеріали VI Міжнародної науково-практичної конференції, 19-20 серпня 2021 року. Київ: МЦНІД. С. 9–11.
77. Портний О. В. Специфічні умови створення цінності компанії транспортно-логістичного сектору економіки. Зовнішні та внутрішні фактори впливу на економічні процеси у світовій і національній економіці: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції, 28 серпня 2021 р., Львів: Львівська економічна фундація. С. 39–43.
78. Портний О. В. Сутність, методи та моделі ESG-інтегрованого аналізу транспортних компаній. Вісник економіки транспорту та промисловості. Харків: Український державний університет залізничного транспорту. 2021. №74 С. 25–30.
79. Портний О. В., Творонович В. І., Черній В. О. Сучасні тренди digital-маркетингу. Моніторинг та аналіз в системі ефективного менеджменту на залізничному транспорті: реалії і перспективи: Матеріали VII Міжнародної науково-практичної конференції, 25–27 вересня 2019 року, Ужгород. Вид-во Київ: АТ «Укрзалізниця», 2019. С. 10–11.
80. Портний О. В., Яновська В. П. Еволюція моделей ціннісно-орієнтованого управління: від доданої вартості до ESG. Вісник Київського

інституту бізнесу та технологій. Київ: Видавництво КІБІТ 2020. №.46 (4). С. 4–12.

81. Портний О. В., Яновська В. П. Статистичний аналіз еволюційного розвитку концепції ціннісно-орієнтованого управління. Європейський вектор модернізації економіки: креативність, прозорість та сталий розвиток: Матеріали XIII Міжнародної науково-практичної конференція, 21–22 квітня 2021 року, Харків: ХНУБА, 2021. С. 316–317.

82. Портний О. В., Яновська В. П., Накалюжна А. О. Ключові фактори розвитку компаній в інноваційній економіці. Вісник Хмельницького національного університету. 2020. № 6. С. 20–26.

83. Портний О. В., Яновська В. П., Творонович В. І. Визначення та концептуалізація цифрової економіки. NEW ECONOMICS – 2019: Матеріали Міжнародного наукового форуму, 14–15 листопада 2019 року, Том 1, Київ: НАН України, Інститут економіки промисловості, 2019. С. 155–158.

84. Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Національного стандарту № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав»» від 10 вересня 2003 р. № 1440 із змінами та доповненнями URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1440-2003-%D0%BF#Text>

85. Примышев И. Н. Факторы и современные модели экономического роста и развития. Теоретическая экономика. № 4. 2020. С. 53–61

86. Ровенська В. В., Красножон Г. О. Методики оцінки корпоративної соціальної відповідальності та проблеми їх застосування в Україні. Вісник Приазовського державного технічного університету: зб. наукових праць. ДВНЗ «ПДТУ». Маріуполь, 2017. Вип. 33. С. 268–275.

87. Розпорядження Кабінету міністрів України № 430-р від 30.05.2018 р. «Про схвалення Національної транспортної стратегії України на період до 2030 року»

88. Розпорядження Кабінету міністрів України № 66-р від 24.01.2020 р. «Про схвалення Концепції реалізації державної політики у сфері сприяння розвитку соціально відповідального бізнесу в Україні на період до 2030 року»

89. Ростю У. У. Стадии экономического роста. Нью Йорк: Изд-во Фредерик А.Прегер,1961. 242 с.
90. Савіна О. Ю. Ціннісно-орієнтоване протиризикове управління портфелями наукомістких проектів підприємств. Дис... кандидата технічних наук за спеціальністю. Національний університет кораблебудування імені адмірала Макарова, Миколаїв, 2019. 209 с.
91. Сагайдак М. П., Смирнов Є. В., Теплюк М. А. Ціннісно-орієнтоване управління транснаціональними корпораціями. Вісник Хмельницького національного університету. 2019. № 4. С. 64–68.
92. Сироткин В. Б. Управление стоимостью компании: Учебное пособие. СПб: СПб ГУАП, 2001. 63 с.
93. Сисоєва І. М. Екологічні, соціальні та управлінські питання (ESG) як імператив для бізнесу в умовах пандемії. Агросвіт. № 4, 2021. С. 31–37.
94. Словник української мови: в 11 томах. Том 8, 1977. 927 с.
95. Сотніков А. В. Еволюція концепції вартісно-орієнтованого управління. Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку: Вісник Національного університету «Львівська політехніка». 2011. № 714 С. 252–257.
96. Старостенко Г. Г., Сурженко А. В. Вартісно-орієнтоване управління фінансами в сучасних реаліях ведення бізнесу в Україні. Проблеми і перспективи економіки та управління. 2016. № 3 (7). С. 178–186.
97. Стратегія АТ «Укрзалізниця» на 2019–2023 роки. 2019. 66 с.
98. Таланов О. С. Англо-український, українсько-англійський словник 35000 слів. К.: Арій, 2014. 512 с.
99. Танклевська Н. С., Ярмоленко В. В. Сучасний стан та проблеми функціонування фондового ринку в Україні. Ефективна економіка. № 7. 2021. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/7_2021/3.pdf
100. Тироль Ж. Рынки и рыночная власть: теория организации промышленности. Пер. с англ. СПб.: Экономическая школа, 1996. XLII. 745 с.
101. Токмакова І. В., Войтов І. М., Носенко Л. М. Впровадження ціннісно-орієнтованого управління на залізничному транспорті. Вісник економіки транспорту і промисловості: збірник науково-практичних статей. Харків: УкрДУЗТ, 2018. № 62. С. 131–138.

102. Токмакова І. В., Шатохіна Д. А., Мельник С. В. Стратегічне управління розвитком підприємств в умовах цифровізації економіки Вісник економіки транспорту і промисловості: збірник науково-практичних статей. Харків: УкрДУЗТ, 2018. № 64. С. 283–291.

103. ТОП-200 найбільших компаній України за сумою сплати податкових платежів за 2020 рік. Країна / Україна. Вип. 1. 2021. С. 12–22.

104. Уильям Ф. Шарп, Гордон Дж. Александер, Джеффи В. Бэйли. Инвестиции. М.: Инфра-М, 1999. С. 548–551.

105. Указ Президента України № 722/2019 від 30.09.2019 р. «Про Цілі сталого розвитку України на період до 2030 року»

106. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента: Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании. М.: Дело, 2001. 360 с.

107. Хвостіна І. М. Механізм управління розвитком підприємства. Інвестиції: практика та досвід. № 1. 2015. С. 30–33.

108. Чибинёв А. М. Методологические аспекты трансформации теории современной экономической науки. Вестник гражданских инженеров. № 3(56). 2016. С. 317–323.

109. Шелегеда Б. Г., Шарнопольская О. Н., Погоржельская Н. В. Методологические подходы к исследованию структурных трансформаций в развитии экономических систем. Вестник ПГУ. Серия: Экономика. 2017. №2. С. 172–188.

110. Шкура І. С. Розвиток соціально відповідального інвестування у світі. Академічний огляд. 2018. № 1 (48). С. 80–88.

111. Штулер І. Ю. Еволюція теорій економічного розвитку у сучасному вимірі знань. Економіка та управління національним господарством. Миколаївський національний університет імені В.О. Сухомлинського. Вип.к 9. 2016. С. 216–219.

112. Яновська В. П. Інтенсивність цифровізації економіки України. Економіка України. 2020. 9. С. 5–20.

113. Яновська В. П., Деркач Д. М., Ніколенко М. Л. Вплив корпоративної культури та соціальної відповідальності на конкурентоспроможність компанії.

Збірник наукових праць ДЕТУТ. Сер.: Економіка і управління. 2020. Вип. 48. С. 162–172.

114. Яновська В. П., Кириченко Г. В. Бенчмаркінг ринку транспортних послуг: порівняльний аналіз Україна – ЄС. Економіка України. 2020. 12. С. 3–20.

115. A Practical Guide to Esg Integration for Equity Investing. UN Principles for Responsible Investment, UNEP Finance Initiative, UN Global Compact, 2016. 116 p.

116. Ameels A., Bruggeman W., Scheipers G. Value-based management control processes to create value through integration: a literature review, Vlerick Leuven Gent Management School Working Paper Series 2002-17, Vlerick Leuven Gent Management School. 75 p.

117. Arnold G., Davies M. Value-based Management: Context and Application. Wiley; 1st edition. May 23, 2000. 384 p.

118. Augusto D., Moreira A. A study on the degree of adherence of publicly owned or privately owned companies to balanced scorecard's characteristics Daniel Augusto, Auster Moreira. P. 719–734

119. Baker H., Nofsinger J. Socially Responsible Finance and Investing: Financial Institutions, Corporations, Investors, and Activists. Wiley, 2012. 530 p.

120. Ballesteros E., Pérez-Gladish B., Garcia-Bernabeu A. Socially Responsible Investment: A Multi-Criteria Decision Making Approach. Springer International Publishing, 2015. 301 p.

121. Barnett M., Salomon R. Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance. Strategic Management Journal, Vol. 27, 2006. P. 1101–1122.

122. Bartman T., McConnell S., Neuhaus F., Scheringer I. Unlocking the omnichannel opportunity in contract logistics. March 12, 2021. 6 p.

123. Bence D. Using a Simplified MilesEzzell Framework to Value Equity. Bristol: Bristol Business School, University of the West of England, Number: 02/11. 35 p.

124. Bernard V. L. Accounting-Based Valuation Methods, Determinants of Book-to-market Ratios, and Implications for Financial Statement Analysis. Working paper, University of Michigan, January 1994. 54 p.

125. Bernard V. L. The Feltham-Ohlson Framework: Implications for Empiricists. Contemporary Accounting Research, 1994. P. 733–747.

126. Bessy Ch., Favereau O. Institutions et économie des conventions. Cahiers d'économie Politique. Papers in Political Economy. 2003/1. № 44. p. 119–164.
127. Betas by Sector (US). Multiple data services. Data used is as of January 2021 URL: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
128. Bogomolova N., Hrynchiiy J., Ozerova O. Controlling and insurance in economic security of transport companies. Profesinės studijos: teorija ir praktik (Išleido Šiaulių valstybinė kolegija, LT, Šiauliai), 2017 / 3 (18). Pp. 92–98.
129. Bohomolova N., Kravchenko O., Pinchuk S., Britchenko I. Assessment of the determinants of the financial security of railways in Ukraine. Financial and credit activity: problems of theory and practice. 2018, Vol. 4, No 27. 2018. Pp. 270-282.
130. Bohomolova N., Ovrutskia V. Conceptual foundations for the formation of economically feasible costs in railway transport enterprises. Technium Social Sciences Journal. Vol. 11/2020. PP. 141–147.
131. Boniar S., Andriushchenko K., Boniar S., Tepliuk M., Ushenko N., Liezina A. Influence of cost drivers on value-oriented management of investment activity of companies. Investment Management and Financial Innovations. 2019. 16(3). P. 353–364.
132. Brealey R., Myers S. Principles of Corporate Finance. Seventh Edition. McGrawHill/Irwin. New York, 2003. P. 15.
133. Brealey R.A. Myers S.C., Principles of corporate finance. New York : McGraw-Hill, 2011. 976 p.
134. Brigham E.F., Houston J.F. Fundamentals of financial management. Mason: Cengage Learning, 2009. 752 p.
135. Busch T., Bauer R., Orlitzky M. Sustainable development and financial markets: Old paths and new avenues. Business and Society. 2016;55(3):303–329. DOI: 10.1177/0007650315570701.
136. Chelawat H., Trivedi I. V. Ethical Finance: Trends and Emerging Issues for Research. International Journal of Business Ethics in Developing Economies, 2013. Vol. 2. Iss. 2. Publishing India Group. Pp. 34–42.
137. Chenery H. B. Structural Change and Development Policy. N.Y., Oxford: Oxford University Press for the World Bank, 1979. 276 p.

138. Cheng B., Ioannou I., Serafeim G. Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*. 2014;35(1)1–23. DOI: 10.1002/smj.2131.
139. Clark G. L., Feiner A., Viehs M. From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance. *SSRN Electronic Journal*. 2015. DOI: 10.2139/ssrn.2508281.
140. Coase R. H. *The Firm, the Market, and the Law*. University of Chicago Press; First Edition (February 15, 1990). 226 p.
141. Cooper S. Crowther D. Davies M. *Shareholder or Stakeholder Value*. CIMA Publishing. 2001. 126 p.
142. Copeland T., Koller T., Murrin J. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (Frontiers in Finance Series)*, 2nd Edition, 1995. 576 p.
143. Copeland T., Koller T., Murrin J. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (Frontiers in Finance Series)*. 2nd Edition. 1995. 576 p.
144. D. Ivanov, A. Dolgui, B. Sokolov. *International Journal of Production Research*, 2019. 57 p.
145. Dalton D., Hitt M., Certo S., Dalton C. The fundamental agency problem and its mitigation. *Academy of Management Annals*, 2007, 1. Pp. 1–64.
146. David L. Rogers *The Digital Transformation Playbook: Rethink Your Business for the Digital Age*, Columbia Business School Publishing, Columbia University Press. 2016. 296 p.
147. Deandra T. Cassone. A process to estimate the value of a company based on operational performance metrics. Dissertation. Doctor of Philosophy. Kansas State University Manhattan, Kansas, 2005. 201 p.
148. Dearden J. The Case Against ROI Control. *Harvard Business Review*, Boston, v. 47, n.3, May/June, 1969. P. 124–135.
149. *Doing Business. Measuring Business Regulations*. The World Bank Group. URL: <https://www.doingbusiness.org/en/reports/global-reports/doing-business-2020>
150. Domini A. *Socially Responsible Investing: Making a Difference and Making Money*. Kaplan Business, 2001. 317 p.
151. Edgar O. E., Philip W. B. *The Theory and Measurement of Business Income*. University of California Press, 1961. 323 p.

152. Elkington J. Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century. New Society Publishers, 1998. 407 p.
153. Enrique R. Arzac. Valuation for Mergers, Buyouts, and Restructuring. John Wiley & Sons, inc. New York, 2005. P. 77–79.
154. Environmental, Social, and Governance Factors at Listed Companies: A Manual for Investors. CFA Institute, 2008. 44 p.
155. Erixon F., Lamprecht Ph. The Next Steps for the Digital Single Market: From Where do We Start? Five Freedoms. Project at ECIPE. Policy Brief. № 2/2018. 15 p.
156. ESG & Corporate Financial Performance: Mapping the global landscape. Global Research Institute, Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, December 2015. 16 p.
157. ESPAS Report 2019: Global Trends to 2030. European Strategy and Policy Analysis System, 2019. 52 p.
158. Favereau O. Salaire, emploi et Economie des Conventions. Cahiers d'Economie Politique, Printemps. 1999. P. 163–94.
159. Feltham G. A., Ohlson J. A. Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. Contemporary Accounting Research, 1995. P. 689–731.
160. Filatotchev I., Jackson G., Nakajima C. Corporate governance and national institutions: A review and emerging research agenda. Asia Pacific Journal of Management. December 2013. Volume 30. Issue 4. Pp 965–986.
161. Finetti, B. De Theory of probability: a critical introductory treatment. Vol. 1. New York^ John Wiley & Sons, 1974. 375 p.
162. Foreword from the Asset Management Working Group Co-chairs. – Freshfields Bruckhaus Deringer, October, 2005. – 154 p.
163. Frankel R., Lee Ch. Accounting Diversity and International Valuation. New York: University of Michigan Business School, August 1996 – May 1999. 55 p.
164. Freeman E. Strategic Management: A stakeholder approach. Boston: Pitman, 1984. 266 p.
165. Freeman R.E. Strategic management: A stakeholder approach. Cambridge: Cambridge University Press; 2010. 292 p.
166. FTSE4Good All-World Index. Data as at: 30 June 2021. 4 p.
167. FTSE4Good Index Series URL: <https://bit.ly/3i7t1Jg>

168. Fung H.-G., Law Sh. A., Yau J. Socially Responsible Investment in a Global Environment. 2010. 191 p.
169. Geopolitical and Regulatory Shifts. 2017. URL: <https://www.protiviti.com/US-en/insights/bpro96>
170. Ghoshal S. Bad management theories are destroying good management practices. *Academy of Management and Learning*. 2005. 4. Pp. 75–90.
171. Gigante M. 30+ Impressive Supply Chain Statistics for 2019. June 11, 2019. URL: <https://www.g2.com/articles/supply-chain-statistics>
172. Global Entrepreneurship Monitor. URL: <https://www.gemconsortium.org/>
173. Global mega-trends: Scanning the post-coronavirus horizon. Briefing: Beyond the coronavirus pandemic: Global foresight perspectives, 2020. 7 p.
174. Google Books Ngram Viewer (2021) URL: <https://books.google.com/>
175. Gregory A., Tharyan R., Whittaker J. Corporate social responsibility and firm value: Disaggregating the effects on cash flow, risk and growth. *Journal of Business Ethics*. 2014;124(4):633–657. DOI: 10.1007/s10551–013–1898–5.
176. Greis M. Mainstreaming sustainable investing. CFA Institute Research Foundation, Research Foundation Briefs, 2018. 36 p.
177. Haas J.J. *Corporate Finance in a Nutshell*. 4th Ed. West Academic Publishing, 2015. 646 p.
178. Hausmann L., Nangia I., Rehm W., Rothkopf M. Creating value in transportation and logistics. *Travel, Transport & Logistics* November 2015. 4 p.
179. Hayes A. What Is Value-Added? Investopedia, Oct 28, 2020 URL: <https://www.investopedia.com/terms/v/valueadded.asp>
180. Jensen M. Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. 2000. 21 p.
181. Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal Of Financial Economics*. 1976. 3 (4). Pp. 305–360.
182. Kai Henning Blume. Value-based management as a tailor-made management practice? A literature review. *Journal of Management & Governance*. Volume 20. 2016. P. 553–590.

183. Kaplan R. S., Norton D. P. The Balanced Scorecard: Measures that Drive Performance. Harvard Business Review, January–February, 1992. URL: <https://hbr.org/1992/01/the-balanced-scorecard-measures-that-drive-performance-2>
184. Kaplan R., Norton D. The Balanced Scorecard. Translating Strategy Into Action. Boston: Harvard Business School Press, 1996. 344 p.
185. Karpenko O., Palyvoda O. Mechanism of providing economic development of transport and logistics enterprises on the basis of clustering. Науковий вісник Полісся. – 2017. – № 4. – С. 33–39.
186. Karpenko O., Palyvoda O., Bondarenko O. Simulation Modelling of Strategic Development of Transport and Logistics Clusters in Ukraine. Baltic Journal of Economic Studies. Vol. 4, No. 2, 2018. PP. 93–98.
187. Karpenko O., Palyvoda O., Vlasova V., Bondar N., Mishulina, O. Evaluation of seaports' investment attractiveness. Investment Management and Financial Innovation [this link is disabled](#), 2020, 17(3), pp. 160–174.
188. Koeze E., Popper N. The Virus Changed the Way We Internet. April 7, 2020. <https://www.nytimes.com/interactive/2020/04/07/technology/coronavirus-internet-use.html?auth=login-google>
189. Koller T., Goedhart M., Wessels D. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. Seventh Edition. Wiley, McKinsey & Company, 2020. 1252 p.
190. Koller T., Peacock J. Time for CFOs to step up. McKinsey on Perspectives on Corporate Finance and Strategy. № 2, Summer 2001. 24 p.
191. Koller T. What is value-based management? The McKinsey Quarterly 1994 Number 3. P. 87–101.
192. Koszarny L., Shymkiv D., Ustinova O. A New Normal. KPMG Review Magazine. № 8. 2020. 61 p.
193. Kravchenko O. Scenario analysis of the assessment of the rail transport impact on the economic growth (On the example of Ukraine). Ikonomicheski Izsledvaniathis link is disabled, 2020, 2020(1), pp. 1–31.
194. Kravchenko O. The financial aspects of innovative development of the railway transport in Ukraine. International Journal of Engineering and Technology, 2018, vol. 7, no 4.3: special issue 3, pp. 563–567.

195. Kravchenko O., Bohomolova N., Karpenko O., Savchenko M., Bondar N. Scenario-based financial planning: the case of Ukrainian railways. *National Accounting Review*. 2020, Vol. 2, Is. 3: pp. 217-248. doi: 10.3934/NAR.2020013.
196. Lankoski L., Smith N., Wassenhove L. *Stakeholder Judgments of Value: Advancing Stakeholder Theory through Prospect Theory*, INSEAD., 2011. 52 p.
197. Lewis W.A. *The Dual Economy Revisited*. The Manchester School of Economics and Social Studies. 1979. № 47. P. 211–229.
198. Lower M. *Natural law and agency theory*. Social Science Research Network. March 29, 2006. 24 p.
199. Marshall A. *Principles of economics*. MacMillan & Co., London and New York, 1890. Vol. I, pp. XXVIII, 754 p.
200. Maverick J. B. Should You Pay More Attention to the EV / EBITDA or P / E Multiple? *Fundamental Analysis*. Jun 7, 2021 URL: <https://www.investopedia.com/ask/answers/061515/which-metric-should-i-pay-more-attention-evebitda-or-pe.asp>
201. McTaggart J., Kontes P. W., Mankins M. C. *The value imperative: managing for superior shareholder returns*. New York (N.Y.). Free press, 1994. 367 p.
202. Miles J., Ezzell R. *The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets, and Project Life: A Clarification*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1980. № 15. P. 719–730.
203. Norman W., MacDonald C. *Getting to the Bottom of ‘Triple Bottom Line’*. 2004. *Business Ethics Quarterly* 14:2. Pp. 243–262
204. Nurkse R. *Growth in Underdeveloped Countries: Some International Aspects of the Problem of Economic Development*. *American Economic Review*. 1952. Vol. 42. № 3. P. 571–582.
205. Ohlson J. A. *A Synthesis of Security Valuation Theory and the Role of Dividends, Cash Flows, and Earnings*. *Contemporary Accounting Research*, 1990. P. 648–676.
206. Ohlson J. *Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation // Contemporary Accounting Research*. 12. Spring, 1995. P. 661–681.
207. Perkins B. *What is the balanced scorecard? A framework for organizational success*. *IT Governance Frameworks*, Aug 24, 2018 URL:

<https://www.cio.com/article/3298580/what-is-the-balanced-scorecard-a-framework-for-organizational-success.html>

208. Platform Revolution: How Networked Markets Are Transforming the Economy and How to Make Them Work for You / Geoffrey G. Parker, Marshall W. Van Alstyne, Sangeet Paul Choudary. – W. W. Norton & Company; Illustrated edition. March 28, 2016. 352 p.

209. Portnyi O. V. Key elements of mechanism of the ESG-integrated management. Scientific researches and methods of their carrying out: world experience and domestic realities: матеріали II Міжнародної науково-практичної конференції, 27 серпня 2021 року, Вінниця, Україна та Відень, Австрія: Грааль науки. С. 76–78.

210. Portnyi O. V., Chernii V. O. The essence of the modern economic strategy and its place in the development of the enterprise. The Scientific Heritage. 2021. № 71 (71). Vol. 5. P. 13–16.

211. Portnyi O. V., Yanovska V. P. Megatrends and key drivers of creating value in the transport and logistics sector of the economy. Sciences of Europe. 2021. № 76 (76). P. 9–15.

212. Rainer Lueg, Utz Schäffer Assessing empirical research on value-based management: Guidelines for improved hypothesis testing. Journal für Betriebswirtschaft. Volume 60. 2010. P. 1–47.

213. Rappaport A. Creating Shareholder Value: a guide for managers and investors. New York: Free Press, 1986. 270 p.

214. Rappaport, A. Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. Simer and Schuster Publishing Group, New York. Rappaport. 1986. XV, 270 p.

215. Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States. Social Investment Forum (SIF), 2010. 17 p.

216. Riedl J., Farag H., Korenkiewicz D. Transportation and Logistics in a Changing: World The Journey Back to Profitable Growth. The Boston Consulting Group. October, 2016. 35 p.

217. Ringland G. Scenarios in business. Chichester: Jonh&Sons Ltd, 2002. 288 p.

218. Rodrigue J.-P. *The Geography of Transport Systems* / Jean-Paul Rodrigue, Claude Comtois, Brian Slack; Third edition, 2013. 432 p.
219. Rodrigue J.-P. *The Geography of Transport Systems*, Fifth Edition, New York: Routledge, 2020. 467 p.
220. Rodrigue J.-P., Notteboom T. *Transportation and Economic Development*, 2021 URL: <https://transportgeography.org/contents/chapter3/transportation-and-economic-development/>
221. Rostow W. *The Stages of Economic Growth: A Non-Communist Manifesto*. Cambridge University Press, 1960. 178 p.
222. S&P Dow Jones Indices: ESG / Sustainability Index offerings, December 2012. McGraw-Hill. 25 p.
223. S&P ESG Index Family URL: <https://bit.ly/3xi40Q1>
224. Salmi T., Virtanen I. *Economic Value Added A simulation analysis of the trendy, owner-oriented management tool*. Acta Wasaensia. № 90 Business Administration 35 Accounting and Finance. Universitas Wasaensis Vaasa, 2001. 34 p.
225. Shapiro S. P. Agency theory. In K. S. Cook, & D. S. Massey (Eds.), *Annual review of sociology*. 2005. Vol. 31. Pp. 263–284.
226. Share of online shoppers using same-day delivery in the U.S. 2020-2021, by type of merchant. Statista, 2021 URL: <https://www.statista.com/statistics/1227024/same-day-delivery-by-merchant-united-states/>
227. Sherwood M., Pollard J. *Responsible Investing. An Introduction to Environmental, Social, and Governance Investments*. Routledge, 2018. 291 p.
228. Sparkes R. *Socially Responsible Investment: A Global Revolution*. Wiley, 2002. 419 p.
229. Stegmann Ph. *Responsibility of the EU and the Member States under EU International Investment Protection Agreements*. Springer International Publishing, 2019. 381 p.
230. Stern J. M., Stewart G. B., Chew D. H. *The EVA Financial Management System*. *Journal of Applied Corporate Finance*. Stern Stewart & Co, Summer 1995. Vol. 8.2. 17 p.
231. Stewart B. *The quest for value: a guide for senior managers*. New York: HarperBusiness; London: Hi Marketing, 1999. 781 p.

232. Stewart G. B. The Quest for Value: A Guide for Senior Managers. New York: Harper Business, 1991. 800 p.
233. Stewart G. B. The Quest for Value: the EVA management guide. New York: Harper Business, 1991. 747 p.
234. Supply chain management in the cloud. How can cloud-based computing make supply chains more competitive? Accenture, 2021. 12 p.
235. Sustainable Development Goals. United Nations. URL: [URL: https://sdgs.un.org/ru/goals](https://sdgs.un.org/ru/goals)
236. The Corporate Governance of Listed Companies: A Manual for Investors. CFA Institute, 2008. 55 p.
237. The Guide to Practitioners' Perspectives on Stakeholder Engagement. The Stakeholder Engagement Manual. Vol. 1. 2006. 88 p.
238. Thomas C. The impact of financialisation on international corporate governance: the role of agency theory and maximising shareholder value . Law & Financial Markets Review. 2014. Vol. 8 Issue 1. Pp. 39–51.
239. Tirole J. The Theory of Industrial Organization. The MIT Press; 1st edition. January 1, 1988. 496 p.
240. Tokmakova, I. Mavlutova, I., Babenko, V., Dykan, V., Prokopenko N., Kalinichenko S. Business Restructuring as a Method of Strengthening Company's Financial Position. Journal of Optimization in Industrial Engineering this link is disabled, 2021, 14(1). Pp. 129–139.
241. Transport Services (% Of Commercial Service Exports). The World Bank. Data Catalog URL: [URL: https://datacatalog.worldbank.org/transport-services-commercial-service-exports-0](https://datacatalog.worldbank.org/transport-services-commercial-service-exports-0)
242. UN Principles for Responsible Investment URL: [URL: https://www.unpri.org/](https://www.unpri.org/)
243. UN Principles for Responsible Investment URL: [URL: https://www.unpri.org/](https://www.unpri.org/)
244. Understanding The Impact Of COVID-19 On Urban Mobility Trends. World Government Summit, 2020. 22 p.
245. United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI) URL: [URL: https://www.unepfi.org/](https://www.unepfi.org/)
246. Wack P. The Gentle Art of Re-perceiving. Harvard Business Review. 1985. September-October. Pp. 73–89.

247. Walonick, D.S. (1993) An Overview of Forecasting Methodology. <http://www.statpac.org/research-library/forecasting.htm>.

248. Whiteman L. Investing in Transportation Stocks, April 16, 2021 URL: <https://www.fool.com/investing/stock-market/market-sectors/industrials/transportation-stocks/>

249. World Economic Outlook Managing Divergent Recoveries. Apr., 2021. 192 p.

250. World Top Transportation Companies List by Market Cap as on Jan 1st, 2020 URL: <https://www.value.today/world-top-companies/transportation>

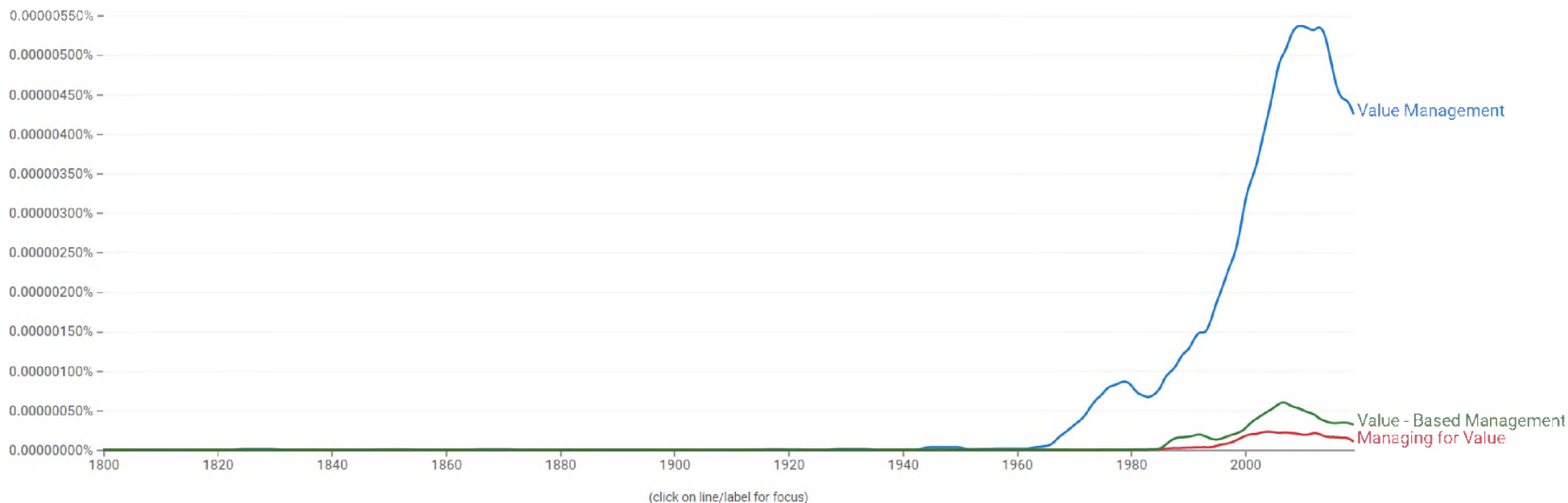
251. Yanovska V., Levchenko O., Tvoronovych V., Bozhok A. Digital Transformation of the Ukrainian Economy: Digitization and Transformation of Business Models. SHS Web of Conferences [Fifteenth Scientific and Practical International Conference «International Transport Infrastructure, Industrial Centers and Corporate Logistics» (NTI-UkrSURT 2019), Kharkiv, Ukraine]. Volume 67. June 6–8, 2019. 5 p.

252. Yanovska V., Levchenko O., Tvoronovych V., Bozhok A. Digital Transformation of the Ukrainian Economy: Digitization and Transformation of Business Models. SHS Web of Conferences 67. 2019. 5 p.

253. YouControl URL: www.youcontrol.com.ua

ДОДАТКИ

**Додаток А. Рис. А.1. Дослідницький інтерес до категорій та концепцій
«Value Management», «Managing for Value», «Value-Based Management» за Google Books Ngram Viewer**



1979

- Value Management
- Managing for Value
- Value - Based Management

0.0000008780%
0.0000000008%
0.0000000017%

1992

- Value Management
- Managing for Value
- Value - Based Management

0.0000008780%
0.0000000008%
0.0000000017%

0.0000015101%
0.0000000321%
0.0000002034%

2006

- Value Management
- Managing for Value
- Value - Based Management

0.0000049539%
0.0000002104%
0.0000005945%

2009

- Value Management
- Managing for Value
- Value - Based Management

0.0000053714%
0.0000002086%
0.0000005356%

2013

- Value Management
- Managing for Value
- Value - Based Management

0.0000053714%
0.0000002086%
0.0000005356%

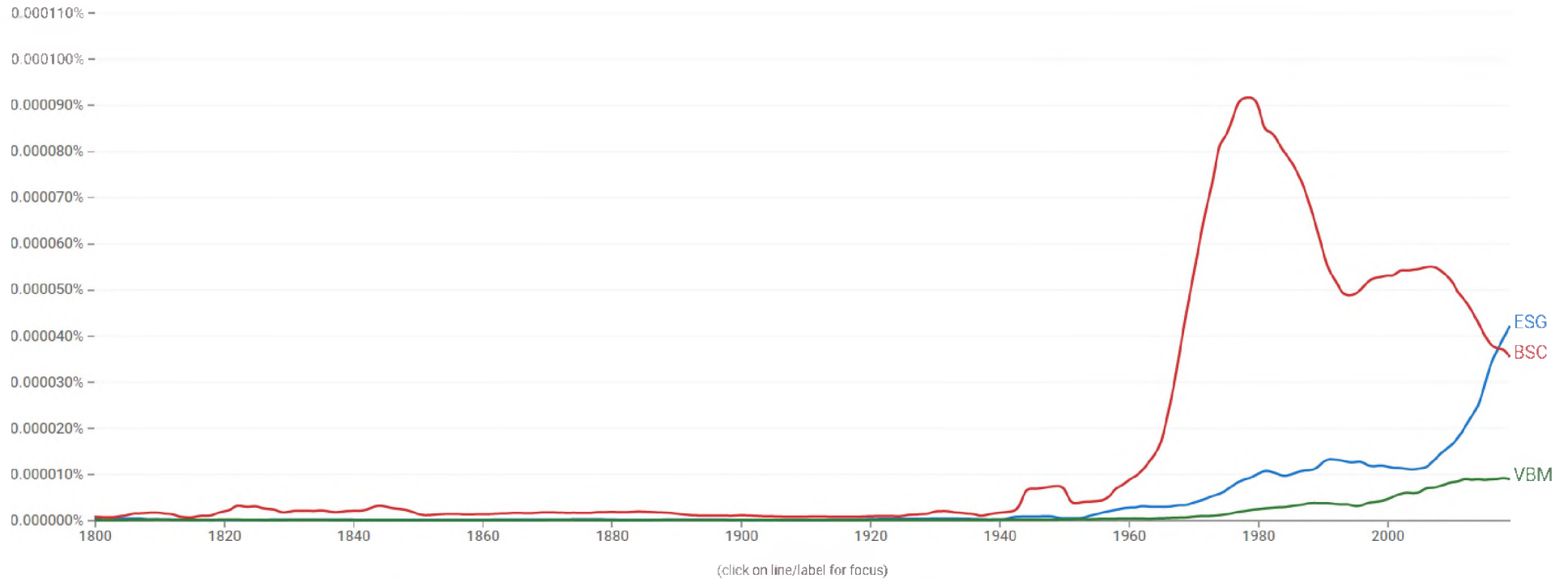
2019

- Value Management
- Managing for Value
- Value - Based Management

0.0000042432%
0.0000001022%
0.0000003186%

Джерело: складено автором за [174]

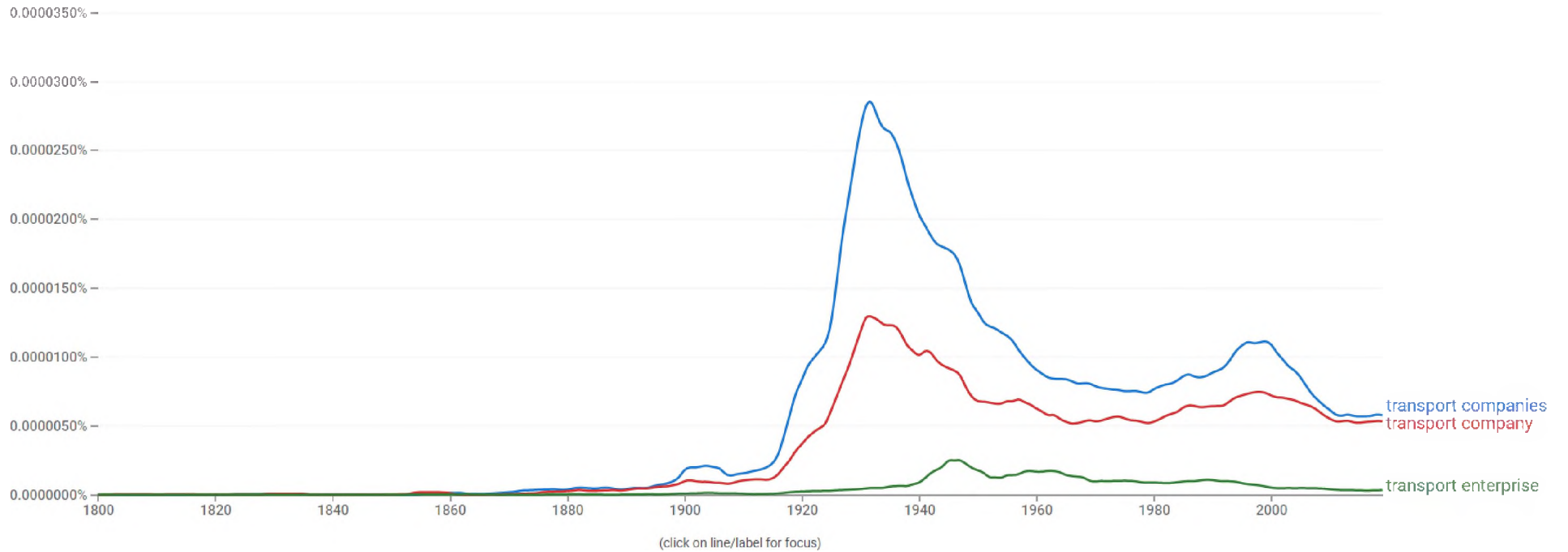
Додаток А. Рис. А.2. Дослідницький інтерес до акронімів категорій «VBM», «BSC», «ESG» за Google Books Ngram Viewer



1940		1960		1979	
● ESG	0.0000000960%	● ESG	0.0000027248%	● ESG	0.0000091733%
● BSC	0.0000015631%	● BSC	0.0000086973%	● BSC	0.0000917014%
● VBM	0.0000000817%	● VBM	0.0000003022%	● VBM	0.0000022169%
1994		2007		2019	
● ESG	0.0000124562%	● ESG	0.0000125589%	● ESG	0.0000420910%
● BSC	0.0000485960%	● BSC	0.0000550250%	● BSC	0.0000353092%
● VBM	0.0000034494%	● VBM	0.0000069366%	● VBM	0.0000088031%

Джерело: складено автором за [174]

**Додаток А. Рис. А.2. Дослідницький інтерес до категорій
«Transport Companies», «Transport Company», «Transport Enterprise» за Google Books Ngram Viewer**



1914

● transport companies	0.0000019535%
● transport company	0.0000010503%
● transport enterprise	0.0000000537%

1931

● transport companies	0.0000284642%
● transport company	0.0000130772%
● transport enterprise	0.0000004559%

1945

● transport companies	0.0000177895%
● transport company	0.0000091649%
● transport enterprise	0.0000025675%

1978

● transport companies	0.0000074071%
● transport company	0.0000052745%
● transport enterprise	0.0000008674%

1998

● transport companies	0.0000110173%
● transport company	0.0000074717%
● transport enterprise	0.0000006749%

2019

● transport companies	0.0000057566%
● transport company	0.0000053215%
● transport enterprise	0.0000003330%

Джерело: складено автором за [174]

Додаток Б. Табл. Б.1. Обсяг перевезених вантажів за видами транспорту

Рік	Залізничний ¹		Морський	Річковий	Автомобільний ²	Авіаційний ³	Трубопровідний	Разом
	відправлення	перевезення						
тис.т (thsd. tones)								
2011	388715,6	469308,1	4145,6	5720,9	1252390,3	92,1	154971,2	1886628,2
2012	378102,3	457454,5	3457,5	4294,7	1259697,7	122,6	128439,8	1853466,8
2013	377318,3	443601,5	3428,1	2840,5	1260767,5	99,2	125941,1	1836677,9
2014 ⁴	325171,0	386276,5	2805,3	3144,8	1131312,7	78,6	99679,5	1623297,4
2015 ⁴	294301,2	349994,8	3291,6	3155,5	1020604,0	69,1	97231,5	1474346,5
2016 ⁴	292104,7	343433,5	3032,5	3641,8	1085663,4	74,3	106729,2	1542574,7
2017 ⁴	277288,9	339550,5	2253,1	3640,2	1121673,6	82,8	114810,4	1582010,6
2018 ⁴	267639,1	322342,1	1892,0	3698,0	1205530,8	99,1	109418,2	1642980,2
2019 ⁴	262633,5	312938,9	2120,3	3990,2	1147049,6	92,6	112656,4	1578848,0
2020 ⁴	261252,8	305480,4	1812,2	3788,4	1232391,9	88,3	97464,7	1641025,9
Темп росту, % до 2011 р.								
2011	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2012	97,3	97,5	83,4	75,1	100,6	133,1	82,9	98,2
2013	97,1	94,5	82,7	49,7	100,7	107,7	81,3	97,4
2014	83,7	82,3	67,7	55,0	90,3	85,3	64,3	86,0
2015	75,7	74,6	79,4	55,2	81,5	75,0	62,7	78,1
2016	75,1	73,2	73,1	63,7	86,7	80,7	68,9	81,8
2017	71,3	72,4	54,3	63,6	89,6	89,9	74,1	83,9
2018	68,9	68,7	45,6	64,6	96,3	107,6	70,6	87,1
2019	67,6	66,7	51,1	69,7	91,6	100,5	72,7	83,7
2020	67,2	65,1	43,7	66,2	98,4	95,9	62,9	87,0
Структура, %								
2011	20,6	24,9	0,2	0,3	66,4	0,0	8,2	100,0
2012	20,4	24,7	0,2	0,2	68,0	0,0	6,9	100,0
2013	20,5	24,2	0,2	0,2	68,6	0,0	6,9	100,0
2014	20,0	23,8	0,2	0,2	69,7	0,0	6,1	100,0
2015	20,0	23,7	0,2	0,2	69,2	0,0	6,6	100,0
2016	18,9	22,3	0,2	0,2	70,4	0,0	6,9	100,0
2017	17,5	21,5	0,1	0,2	70,9	0,0	7,3	100,0
2018	16,3	19,6	0,1	0,2	73,4	0,0	6,7	100,0
2019	16,6	19,8	0,1	0,3	72,7	0,0	7,1	100,0
2020	15,9	18,6	0,1	0,2	75,1	0,0	5,9	100,0

Джерело: складено автором за [19]

Додаток Б. Табл. Б.2. Кількість перевезених пасажирів за видами транспорту

Рік	Залізничний ¹	Морський	Річковий	Автомобільний (автобуси) ²	Авіаційний ³	Трамвайний	Тролейбусний	Метрополітенівський	Разом
тис.пасажирів									
2011	429784,9	7064,1	962,8	3611829,9	7504,8	797993,6	1346431,5	778253,4	6550040,1
2012	429115,3	5921,0	722,7	3450173,1	8106,3	799688,8	1345544,9	774057,6	6384214,4
2013	425216,9	6642,0	631,1	3343659,5	8107,2	757382,8	1306228,5	774794,0	6197445,1
2014 ⁴	389305,5	29,4	565,1	2913318,1	6473,3	769911,1	1096884,8	725819,9	5513001,7
2015 ⁴	389794,1	25,5	550,8	2250345,3	6302,7	738603,2	1080772,6	700369,5	4776969,6
2016 ⁴	389057,6	30,3	448,5	2024892,9	8277,9	694009,4	1038746,0	698367,3	4464772,3
2017 ⁴	164941,6	28,6	562,9	2019324,9	10555,6	675841,4	1058072,1	718886,9	4483272,4
2018 ⁴	157962,4	71,9	596,2	1906852,1	12529,0	666271,1	1016241,2	726585,1	4329146,6
2019 ⁴	154811,8	79,4	589,9	1804929,3	13705,8	627515,1	945694,5	714982,1	4107496,1
2020 ⁴	68332,5	52,6	256,5	1083872,7	4797,5	422753,2	578999,6	411149,7	2501881,8
Темп росту, % до 2011 р.									
2011	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2012	99,8	83,8	75,1	95,5	108,0	100,2	99,9	99,5	97,5
2013	98,9	94,0	65,5	92,6	108,0	94,9	97,0	99,6	94,6
2014	90,6	0,4	58,7	80,7	86,3	96,5	81,5	93,3	84,2
2015	90,7	0,4	57,2	62,3	84,0	92,6	80,3	90,0	72,9
2016	90,5	0,4	46,6	56,1	110,3	87,0	77,1	89,7	68,2
2017	38,4	0,4	58,5	55,9	140,7	84,7	78,6	92,4	68,4
2018	36,8	1,0	61,9	52,8	166,9	83,5	75,5	93,4	66,1
2019	36,0	1,1	61,3	50,0	182,6	78,6	70,2	91,9	62,7
2020	15,9	0,7	26,6	30,0	63,9	53,0	43,0	52,8	38,2
Структура, %									
2011	6,6	0,1	0,0	55,1	0,1	12,2	20,6	11,9	100,0
2012	6,7	0,1	0,0	54,0	0,1	12,5	21,1	12,1	100,0
2013	6,9	0,1	0,0	54,0	0,1	12,2	21,1	12,5	100,0
2014	7,1	0,0	0,0	52,8	0,1	14,0	19,9	13,2	100,0
2015	8,2	0,0	0,0	47,1	0,1	15,5	22,6	14,7	100,0
2016	8,7	0,0	0,0	45,4	0,2	15,5	23,3	15,6	100,0
2017	3,7	0,0	0,0	45,0	0,2	15,1	23,6	16,0	100,0
2018	3,6	0,0	0,0	44,0	0,3	15,4	23,5	16,8	100,0
2019	3,8	0,0	0,0	43,9	0,3	15,3	23,0	17,4	100,0
2020	2,7	0,0	0,0	43,3	0,2	16,9	23,1	16,4	100,0

Джерело: складено автором за [19]

Додаток Б. Табл. Б.3. Вантажобіг за видами транспорту¹

Рік	Залізничний ²	Морський	Річковий	Автомобільний ³	Авіаційний ⁴	Трубопровідний	Разом
млрд ткм							
2011	243,9	5,1	2,2	57,3	0,4	136,8	445,7
2012	237,7	3,6	1,7	57,5	0,4	111,7	412,6
2013	224,4	3,2	1,4	58,7	0,3	111,6	399,6
2014	210,2	4,1	1,3	56	0,2	81,8	353,6
2015	195,1	3,9	1,6	53,3	0,2	80,7	334,8
2016	188,0	3,0	1,0	58,0	0,0	94,0	344,0
2017	192,0	3,0	1,0	62,0	0,0	105,0	363,0
2018	186,0	2,0	2,0	72,0	0,0	99,0	361,0
2019	182,0	2,0	2,0	65,0	0,0	105,0	356,0
2020	176,0	2,0	1,0	65,0	0,0	69,0	313,0
Темп росту, % до 2011 р.							
2011	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2012	97,5	70,6	77,3	100,3	100,0	81,7	92,6
2013	92,0	62,7	63,6	102,4	75,0	81,6	89,7
2014	86,2	80,4	59,1	97,7	50,0	59,8	79,3
2015	80,0	76,5	72,7	93,0	50,0	59,0	75,1
2016	77,1	58,8	45,5	101,2	0,0	68,7	77,2
2017	78,7	58,8	45,5	108,2	0,0	76,8	81,4
2018	76,3	39,2	90,9	125,7	0,0	72,4	81,0
2019	74,6	39,2	90,9	113,4	0,0	76,8	79,9
2020	72,2	39,2	45,5	113,4	0,0	50,4	70,2
Структура, %							
2011	54,7	1,1	0,5	12,9	0,1	30,7	100,0
2012	57,6	0,9	0,4	13,9	0,1	27,1	100,0
2013	56,2	0,8	0,4	14,7	0,1	27,9	100,0
2014	59,4	1,2	0,4	15,8	0,1	23,1	100,0
2015	58,3	1,2	0,5	15,9	0,1	24,1	100,0
2016	54,7	0,9	0,3	16,9	0,0	27,3	100,0
2017	52,9	0,8	0,3	17,1	0,0	28,9	100,0
2018	51,5	0,6	0,6	19,9	0,0	27,4	100,0
2019	51,1	0,6	0,6	18,3	0,0	29,5	100,0
2020	56,2	0,6	0,3	20,8	0,0	22,0	100,0

Джерело: складено автором за [19]

Додаток Б. Табл. Б.4. Пасажирообіг за видами транспорту¹

Рік	Залізничний ²	Морський	Річковий	Автомобільний (автобуси) ³	Авіаційний ⁴	Трамвайний	Тролейбусний	Метрополітенівський	Разом
млрд пас.км									
2011	50,6	0,1	0,0	51,5	13,8	4,4	7,8	5,9	134,1
2012	49,3	0,1	0,0	50,3	14,4	4,5	7,8	5,9	132,3
2013	49	0,1	0,0	49	12,6	4,1	7,6	5,9	128,3
2014	35,9	0,0	0,0	42,6	11,6	4,3	6,4	5,6	106,4
2015	35,4	0,0	0,0	34,5	11,4	4,2	6,1	5,4	97,0
2016	37,0	0,0	0,0	35,0	16,0	4,0	6,0	5,0	103,0
2017	28,0	0,0	0,0	36,0	20,0	4,0	6,0	6,0	100,0
2018	29,0	0,0	0,0	35,0	26,0	4,0	6,0	6,0	106,0
2019	28,0	0,0	0,0	34,0	30,0	4,0	5,0	5,0	106,0
2020	11,0	0,0	0,0	19,0	10,0	3,0	3,0	3,0	49,0
Темп росту, % до 2011 р.									
2011	100,0	100,0		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2012	97,4	100,0		97,7	104,3	102,3	100,0	100,0	99,4
2013	96,8	100,0		95,1	91,3	93,2	97,4	100,0	95,0
2014	70,9	0,0		82,7	84,1	97,7	82,1	94,9	84,5
2015	70,0	0,0		67,0	82,6	95,5	78,2	91,5	73,9
2016	73,1	0,0		68,0	115,9	90,9	76,9	84,7	79,1
2017	55,3	0,0		69,9	144,9	90,9	76,9	101,7	86,3
2018	57,3	0,0		68,0	188,4	90,9	76,9	101,7	92,3
2019	55,3	0,0		66,0	217,4	90,9	64,1	84,7	93,5
2020	21,7	0,0		36,9	72,5	68,2	38,5	50,8	45,6
Структура, %									
2011	37,7	0,1	0,0	38,4	10,3	3,3	5,8	4,4	100,1
2012	37,3	0,1	0,0	38,0	10,9	3,4	5,9	4,5	100,0
2013	38,2	0,1	0,0	38,2	9,8	3,2	5,9	4,6	100,0
2014	33,7	0,0	0,0	40,0	10,9	4,0	6,0	5,3	100,0
2015	36,5	0,0	0,0	35,6	11,8	4,3	6,3	5,6	100,0
2016	35,9	0,0	0,0	34,0	15,5	3,9	5,8	4,9	100,0
2017	28,0	0,0	0,0	36,0	20,0	4,0	6,0	6,0	100,0
2018	27,4	0,0	0,0	33,0	24,5	3,8	5,7	5,7	100,1
2019	26,4	0,0	0,0	32,1	28,3	3,8	4,7	4,7	100,0
2020	22,4	0,0	0,0	38,8	20,4	6,1	6,1	6,1	100,0

Джерело: складено автором за [19]

Примітки о табол. Б.1: ¹ За даними АТ «Укрзалізниця». ² З урахуванням обсягів перевезень вантажів для обслуговування потреб власного виробництва, з 2002 р. – з урахуванням перевезень вантажів, виконаних фізичними особами-підприємцями. ³ З 2003 р. – за даними Державної авіаційної служби України. ⁴ Без урахування тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим, м. Севастополя та частини тимчасово окупованих територій у Донецькій та Луганській областях

Примітки о табол. Б.2: ¹ Кількість відправлених пасажирів за даними АТ «Укрзалізниця». З 2010 р. – з урахуванням перевезених міською електричкою. З 2017 р. змінено порядок обліку перевезень пасажирів залізничним транспортом у приміському сполученні, які користуються пільгами на безкоштовний проїзд. ² З 1999 р. – з урахуванням перевезень пасажирів підприємцями малого бізнесу – юридичними і фізичними особами. ³ З 2003 р. – за даними Державної авіаційної служби України. ⁴ Без урахування тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим, м. Севастополя та частини тимчасово окупованих територій у Донецькій та Луганській областях.

Примітки о табол. Б.3: ¹ Без урахування тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим, м.Севастополя та частини тимчасово окупованих територій у Донецькій та Луганській областях. ² За даними АТ «Укрзалізниця». ³ З урахуванням обсягів перевезень вантажів для обслуговування потреб власного виробництва, з урахуванням перевезень вантажів, виконаних фізичними особами-підприємцями. ⁴ За даними Державної авіаційної служби України.

Примітки о табол. Б.4: ¹ Без урахування тимчасово окупованої території Автономної Республіки Крим, м.Севастополя та частини тимчасово окупованих територій у Донецькій та Луганській областях. ² Кількість відправлених пасажирів за даними АТ «Укрзалізниця». З 2010 р. – з урахуванням перевезених пасажирів міською електричкою. З 2017 р. змінено порядок обліку перевезень пасажирів залізничним транспортом у приміському сполученні, які користуються пільгами на безкоштовний проїзд. ³ З урахуванням перевезень пасажирів підприємцями малого бізнесу – юридичними і фізичними особами. ⁴ За даними Державної авіаційної служби України.

Додаток В. Таблиця В.1. Показники вартості КП «Київський метрополітен»

		2015	2016	2017	2018	2019	2020
Показники звіту про фінансовий результат	Дохід від реалізації товарів / послуг	1 350,0	1 350,0	1 550,0	2 150,0	3 389,5	1 845,5
	Валовий дохід (збиток)	0,0	(300,0)	(600,0)	(600,0)	(1 000,0)	(2 483,2)
	Фінансовий результат від операційної діяль-ті	78,0	(38,0)	(215,0)	(35,0)	(679,1)	(1 161,3)
	Фінансові витрати	(415,5)	(216,5)	(1 805,0)	(164,0)	(93,0)	(173,2)
	Фінансовий результат до оподаткування	(82,5)	40,5	(1 795,0)	126,0	(446,0)	(1 099,5)
	Податок на прибуток	0,0	14,5	(315,0)	72,5	189,5	75,8
	Фінансовий результат	1 067,5	55,0	415,5	17 918,0	4 958,3	86,7
Показники звіту Баланс	Поточні активи	735,5	1 433,4	1 335,0	907,6	1 152,4	1 566,4
	Усього активи	18 850,0	19 250,0	21 850,0	44 850,0	51 344,2	51 028,9
	Зареєстрований капітал	3 050,0	3 050,0	3 050,0	3 050,0	3 010,4	3 010,4
	Власний капітал	16 100,0	16 305,7	17 000,0	29 250,0	33 858,0	33 793,0
	Поточні зобовязання	720,5	712,6	2 359,9	7 129,9	6 804,4	6 694,9
	Банківські кредити та фінансування	1 544,5	1 736,8	1 745,1	3 820,1	5 023,8	4 915,0
Коефіцієнти							
Росту	Зміна доходу від реалізації	86,2%	0,0%	14,8%	38,7%	57,7%	-45,6%
	Зміна фінансового результату	13,8%	-94,8%	655,5%	4212,4%	-72,3%	-98,3%
Дохідності	ЕВІТДА маржа	34,3%	31,6%	20,0%	27,0%	33,3%	34,9%
	Рентабельність вкладеного капіталу	0,5%	-0,1%	-3,1%	0,1%	-1,4%	-3,2%
Ліквідності	Коефіцієнт поточної ліквідності	102,1%	201,1%	56,6%	12,7%	16,9%	23,4%
	Робочий капітал	15,0	720,8	(1 024,9)	(6 222,4)	(5 652,0)	(5 128,5)
Активності	Оборотність активів	7,2%	7,0%	7,1%	4,8%	6,6%	3,6%
	Оборотність робочого капіталу	0,0%	-41,6%	58,5%	9,6%	17,7%	48,4%
Структури капіталу	Фінансова стійкість - Борг / ЕВІТДА	3,3	4,1	5,6	6,6	4,5	7,6
	Фінансова стійкість - Борг / Власного капіталу	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Інвестиційні показники	ЕВІТДА	463,0	427,0	310,0	580,0	1 127,1	644,8
	НОРАТ	78,0	(23,5)	(530,0)	37,5	(489,6)	(1 085,5)
	Економічна додана вартість (EVA)	(122,2)	(89,0)	(915,0)	(729,3)	(750,3)	(981,9)
Допоміжні розрахункові показники	Амортизація	385,0	465,0	525,0	615,0	1 806,2	1 806,2
	Середньозважена вартість капіталу (WACC)	4,7%	2,9%	50,4%	7,6%	2,6%	1,7%
	Безризикова ставка фінансування	9,5%	7,4%	8,4%	15,9%	15,3%	9,2%
	Бета коефіцієнт	0,86	0,86	0,66	0,73	0,99	1,06

Джерело: складено автором за [253]

Таблиця В.2. Показники вартості ДП «Міжнародний аеропорт «Бориспіль»»

		2015	2016	2017	2018	2019	2020
Показники звіту про фінансовий результат	Дохід від реалізації товарів / послуг	2 550,0	3 350,0	3 850,0	4 250,0	4 476,5	2 070,8
	Валовий дохід (збиток)	1 605,0	2 300,0	2 500,0	2 500,0	2 267,3	(421,3)
	Фінансовий результат від операційної діяль-ті	1 706,6	2 181,7	2 349,0	2 420,3	2 065,9	(1 319,9)
	Фінансові витрати	(1 130,0)	(530,0)	(322,5)	(276,5)	(360,3)	(518,8)
	Фінансовий результат до оподаткування	883,1	1 739,2	2 101,5	2 242,8	1 896,0	(1 799,8)
	Податок на прибуток	165,0	315,0	385,0	415,0	363,2	(317,6)
	Фінансовий результат	1 048,1	2 054,2	2 486,5	2 657,8	8 219,5	(2 137,8)
Показники звіту Баланс	Поточні активи	1 301,1	1 524,1	1 414,1	1 698,3	2 114,0	1 637,6
	Усього активи	9 050,0	9 150,0	8 950,0	8 050,0	16 439,3	15 333,2
	Зареєстрований капітал	555,0	555,0	555,0	555,0	556,5	556,5
	Власний капітал	5 500,0	5 805,0	6 105,0	5 560,0	12 381,3	10 909,0
	Поточні зобовязання	1 045,0	1 240,0	1 395,0	757,5	618,4	762,5
	Банківські кредити та фінансування	2 505,0	2 105,0	1 450,0	1 987,5	2 387,1	3 161,4
Коефіцієнти							
Росту	Зміна доходу від реалізації	64,5%	31,4%	14,9%	10,4%	5,3%	-53,7%
	Зміна фінансового результату	-652,5%	96,0%	21,0%	6,9%	209,3%	-126,0%
Дохідності	ЕВІТДА маржа	79,3%	74,2%	70,2%	66,2%	72,0%	-8,0%
	Рентабельність вкладеного капіталу	34,0%	43,0%	44,8%	51,0%	19,6%	-15,0%
Ліквідності	Коефіцієнт поточної ліквідності	124,5%	122,9%	101,4%	224,2%	341,8%	214,8%
	Робочий капітал	256,1	284,1	19,1	940,8	1 495,6	875,2
Активності	Оборотність активів	28,2%	36,6%	43,0%	52,8%	27,2%	13,5%
	Оборотність робочого капіталу	626,8%	809,7%	13119,9%	265,7%	151,6%	-48,1%
Структури капіталу	Фінансова стійкість - Борг / ЕВІТДА	1,2	0,8	0,5	0,7	0,7	(19,2)
	Фінансова стійкість - Борг / Власного капіталу	0,5	0,4	0,2	0,4	0,2	0,3
Інвестиційні показники	ЕВІТДА	2 021,6	2 486,7	2 704,0	2 815,3	3 220,9	(165,0)
	НОРАТ	1 871,6	2 496,7	2 734,0	2 835,3	2 429,1	(1 637,5)
	Економічна додана вартість (EVA)	1 321,3	1 686,6	1 815,9	1 893,2	1 587,9	(1 103,3)
Допоміжні розрахункові показники	Амортизація	315,0	305,0	355,0	395,0	1 155,0	1 155,0
	Середньозважена вартість капіталу (WACC)	13,7%	15,9%	17,4%	13,5%	10,8%	7,0%
	Безризикова ставка фінансування	9,5%	7,4%	8,4%	15,9%	15,3%	9,2%
	Бета коефіцієнт	0,86	0,86	0,66	0,73	0,99	1,06

Джерело: складено автором за [253]

Таблиця В.3. Показники вартості АТ «Укртрансгаз»

		2015	2016	2017	2018	2019	2020
Показники звіту про фінансовий результат	Дохід від реалізації товарів / послуг	25 150,0	38 950,0	51 150,0	50 350,0	3 274,7	6 028,8
	Валовий дохід (збиток)	(1 300,0)	1 900,0	(14 500,0)	(17 400,0)	555,0	3 395,7
	Фінансовий результат від операційної діяль-ті	(1 916,5)	(4 309,5)	(28 024,5)	(34 967,5)	(324,1)	(2 434,2)
	Фінансові витрати	(1 935,0)	(1 465,0)	(1 515,0)	(770,0)	(76,0)	(350,4)
	Фінансовий результат до оподаткування	(3 566,5)	(4 603,0)	(29 428,5)	(35 559,0)	(397,6)	(2 614,6)
	Податок на прибуток	(345,0)	1 050,0	(4 450,0)	(3 850,0)	64,8	1,0
	Фінансовий результат	287 218,0	81 432,0	(110 223,0)	(16 194,0)	(45 350,2)	(7 721,3)
Показники звіту Баланс	Поточні активи	24 788,5	31 109,5	25 476,5	19 136,5	126 000,8	25 701,3
	Усього активи	380 850,0	446 450,0	345 950,0	267 250,0	190 152,4	145 165,7
	Зареєстрований капітал	6 450,0	6 450,0	6 450,0	6 450,0	6 494,6	6 494,6
	Власний капітал	302 200,0	354 300,0	276 400,0	208 900,0	139 145,9	123 114,2
	Поточні зобовязання	17 485,0	18 825,0	14 235,0	17 355,0	40 590,0	12 966,7
	Банківські кредити та фінансування	1 665,0	1 970,0	2 068,8	3 595,0	1 342,3	1 131,4
Коефіцієнти							
Росту бізнесу	Зміна доходу від реалізації	76,5%	54,9%	31,3%	-1,6%	-93,5%	84,1%
	Зміна фінансового результату	-78574,9%	-71,6%	-235,4%	-85,3%	180,0%	-83,0%
Дохідності	ЕВІТДА маржа	49,8%	27,6%	6,9%	-4,8%	9,2%	-30,0%
	Рентабельність вкладеного капіталу	-0,7%	-0,9%	-11,7%	-18,6%	-0,2%	-2,0%
Ліквідності	Коефіцієнт поточної ліквідності	141,8%	165,3%	179,0%	110,3%	310,4%	198,2%
	Робочий капітал	7 303,5	12 284,5	11 241,5	1 781,5	85 410,8	12 734,6
Активності	Оборотність активів	6,6%	8,7%	14,8%	18,8%	1,7%	4,2%
	Оборотність робочого капіталу	-17,8%	15,5%	-129,0%	-976,7%	0,6%	26,7%
Структури капіталу	Фінансова стійкість - Борг / ЕВІТДА	0,1	0,2	0,6	(1,5)	4,5	(0,6)
	Фінансова стійкість - Борг / Власного капіталу	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Інвестиційні показники	ЕВІТДА	12 533,5	10 740,5	3 525,5	(2 417,5)	301,4	(1 808,7)
	НОРАТ	(2 261,5)	(3 259,5)	(32 474,5)	(38 817,5)	(259,3)	(2 433,1)
	Економічна додана вартість (EVA)	(5 950,6)	(4 696,4)	(22 004,0)	(28 901,0)	1 407,5	(1 746,0)
Допоміжні розрахункові показники	Амортизація	14 450,0	15 050,0	31 550,0	32 550,0	625,5	625,5
	Середньозважена вартість капіталу (WACC)	10,7%	9,1%	9,6%	11,8%	2,6%	14,0%
	Безризикова ставка фінансування	9,5%	7,4%	8,4%	15,9%	15,3%	9,2%
	Бета коефіцієнт	0,86	0,86	0,66	0,73	0,99	1,06

Джерело: складено автором за [253]

Таблиця В.4. Показники вартості ТОВ «Лемтранс»

		2015	2016	2017	2018	2019	2020
Показники звіту про фінансовий результат	Дохід від реалізації товарів / послуг	8 050,0	9 650,0	11 750,0	12 750,0	14 159,8	14 391,0
	Валовий дохід (збиток)	1 600,0	2 200,0	3 100,0	2 900,0	3 263,9	2 015,6
	Фінансовий результат від операційної діяль-ті	458,4	395,0	562,5	121,5	2 988,8	1 783,3
	Фінансові витрати	(460,0)	(470,0)	(730,0)	(810,0)	(3 182,3)	(1 744,6)
	Фінансовий результат до оподаткування	81,0	(18,0)	(71,6)	(344,0)	183,7	492,3
	Податок на прибуток	235,0	(2,6)	(13,5)	(71,5)	183,7	51,9
	Фінансовий результат	1 121,0	(20,6)	(162,1)	1 679,5	367,4	103,7
Показники звіту Баланс	Поточні активи	2 291,2	2 291,5	2 792,5	3 276,7	1 748,7	2 762,0
	Усього активи	6 250,0	6 050,0	6 350,0	14 150,0	12 790,5	11 308,8
	Зареєстрований капітал	1 250,0	1 250,0	1 250,0	0,0	0,0	0,0
	Власний капітал	3 390,5	3 170,0	2 832,5	0,0	0,0	0,0
	Поточні зобовязання	1 134,5	1 565,0	2 362,5	5 275,0	3 854,0	3 886,7
	Банківські кредити та фінансування	1 550,0	1 150,0	1 050,0	8 350,0	8 431,1	7 101,0
Коефіцієнти							
Росту бізнесу	Зміна доходу від реалізації	66,0%	19,9%	21,8%	8,5%	11,1%	1,6%
	Зміна фінансового результату	139,1%	-101,8%	688,5%	-1136,2%	-78,1%	-71,8%
Дохідності	ЕВІТДА маржа	8,9%	6,1%	6,4%	3,9%	33,3%	24,4%
	Рентабельність вкладеного капіталу	20,4%	12,4%	19,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Ліквідності	Коефіцієнт поточної ліквідності	202,0%	146,4%	118,2%	62,1%	45,4%	71,1%
	Робочий капітал	1 156,7	726,5	430,0	(1 998,3)	(2 105,3)	(1 124,6)
Активності	Оборотність активів	128,8%	159,5%	185,0%	90,1%	110,7%	127,3%
	Оборотність робочого капіталу	138,3%	302,8%	721,0%	-145,1%	-155,0%	-179,2%
Структури капіталу	Фінансова стійкість - Борг / ЕВІТДА	2,2	1,9	1,4	16,8	1,8	2,0
	Фінансова стійкість - Борг / Власного капіталу	0,5	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0
Інвестиційні показники	ЕВІТДА	713,4	590,0	757,5	496,5	4 721,3	3 515,8
	НОРАТ	693,4	392,5	549,0	50,0	3 172,5	1 835,1
	Економічна додана вартість (EVA)	116,4	207,6	367,1	0,0	0,0	0,0
Допоміжні розрахункові показники	Амортизація	255,0	195,0	195,0	375,0	1 732,5	1 732,5
	Середньозважена вартість капіталу (WACC)	17,9%	14,1%	11,6%	0,0%	0,0%	0,0%
	Безризикова ставка фінансування	9,5%	7,4%	8,4%	15,9%	15,3%	9,2%
	Бета коефіцієнт	0,86	0,86	0,66	0,73	0,99	1,06

Джерело: складено автором за [253]

Таблиця В.5. Показники вартості ТОВ «Нова пошта»

		2015	2016	2017	2018	2019	2020
Показники звіту про фінансовий результат	Дохід від реалізації товарів / послуг	2 150,0	4 550,0	7 850,0	10 450,0	13 453,3	16 902,9
	Валовий дохід (збиток)	500,0	800,0	1 600,0	1 900,0	2 949,0	4 025,8
	Фінансовий результат від операційної діяль-ті	25,5	(267,5)	510,0	585,0	1 024,1	1 538,3
	Фінансові витрати	(9,0)	(112,7)	(165,5)	(241,5)	(648,9)	(1 136,0)
	Фінансовий результат до оподаткування	59,0	(263,4)	438,7	567,0	868,4	1 090,1
	Податок на прибуток	0,3	0,9	65,5	34,5	85,4	98,9
	Фінансовий результат	59,3	(262,5)	504,2	601,5	953,8	1 189,0
Показники звіту Баланс	Поточні активи	431,3	591,4	1 174,9	1 856,0	2 288,0	2 716,7
	Усього активи	655,0	1 150,0	1 850,0	3 050,0	5 168,1	7 300,4
	Зареєстрований капітал	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	4,7
	Власний капітал	96,0	(144,5)	213,0	493,0	1 271,4	2 186,9
	Поточні зобовязання	538,5	1 179,5	1 038,5	1 797,0	2 829,6	3 475,1
	Банківські кредити та фінансування	245,5	115,0	585,0	780,5	1 067,1	1 638,4
Коефіцієнти							
Росту бізнесу	Зміна доходу від реалізації	59,3%	111,6%	72,5%	33,1%	28,7%	25,6%
	Зміна фінансового результату	-66,8%	-542,7%	-292,1%	19,3%	58,6%	24,7%
Дохідності	ЕВІТДА маржа	5,5%	-1,4%	7,7%	6,9%	14,5%	14,6%
	Рентабельність вкладеного капіталу	26,9%	184,4%	270,2%	125,7%	87,3%	74,9%
Ліквідності	Коефіцієнт поточної ліквідності	80,1%	50,1%	113,1%	103,3%	80,9%	78,2%
	Робочий капітал	(107,2)	(588,1)	136,4	59,0	(541,6)	(758,4)
Активності	Оборотність активів	328,2%	395,7%	424,3%	342,6%	260,3%	231,5%
	Оборотність робочого капіталу	-466,3%	-136,0%	1173,3%	3222,8%	-544,5%	-530,8%
Структури капіталу	Фінансова стійкість - Борг / ЕВІТДА	2,1	(1,8)	1,0	1,1	0,5	0,7
	Фінансова стійкість - Борг / Власного капіталу	2,6	(0,8)	2,7	1,6	0,8	0,7
Інвестиційні показники	ЕВІТДА	119,0	(62,5)	604,5	720,0	1 954,8	2 468,9
	НОРАТ	25,8	(266,6)	575,5	619,5	1 109,5	1 637,2
	Економічна додана вартість (EVA)	20,9	(219,7)	418,1	479,6	839,6	1 260,2
Допоміжні розрахункові показники	Амортизація	93,5	205,0	94,5	135,0	930,6	930,6
	Середньозважена вартість капіталу (WACC)	2,2%	74,7%	19,3%	19,5%	33,0%	26,8%
	Безризикова ставка фінансування	9,5%	7,4%	8,4%	15,9%	15,3%	9,2%
	Бета коефіцієнт	0,86	0,86	0,66	0,73	0,99	1,06

Джерело: складено автором за [253]

Таблиця В.6. Показники вартості ДП «УКРХІМТРАНСАМІАК»

		2015	2016	2017	2018	2019	2020
Показники звіту про фінансовий результат	Дохід від реалізації товарів / послуг	1 750,0	2 050,0	1 150,0	1 450,0	1 690,8	1 753,3
	Валовий дохід (збиток)	500,0	900,0	225,0	300,0	274,5	314,5
	Фінансовий результат від операційної діяль-ті	197,5	812,0	154,5	171,5	137,5	210,0
	Фінансові витрати	(53,5)	(16,6)	(0,1)	(0,1)	(2,1)	(1,5)
	Фінансовий результат до оподаткування	144,0	795,4	154,4	176,3	137,9	208,8
	Податок на прибуток	26,5	135,0	36,5	46,5	28,6	43,4
	Фінансовий результат	170,6	930,5	190,9	240,5	166,5	252,3
Показники звіту Баланс	Поточні активи	391,5	330,0	585,0	213,4	207,3	403,7
	Усього активи	1 150,0	1 050,0	1 150,0	1 950,0	1 703,2	1 834,2
	Зареєстрований капітал	225,0	225,0	225,0	225,0	228,5	228,5
	Власний капітал	581,5	822,5	862,5	1 590,0	1 446,9	1 480,2
	Поточні зобовязання	568,5	227,5	287,5	349,5	150,0	253,8
	Банківські кредити та фінансування	0,0	0,0	0,0	10,5	13,1	15,8
Коефіцієнти							
Росту бізнесу	Зміна доходу від реалізації	52,2%	17,1%	-43,9%	26,1%	16,6%	3,7%
	Зміна фінансового результату	72,3%	445,5%	-79,5%	25,9%	-30,7%	51,5%
Дохідності	ЕВІТДА маржа	14,3%	42,2%	18,2%	15,7%	16,4%	19,9%
	Рентабельність вкладеного капіталу	38,5%	115,1%	22,1%	13,7%	11,5%	17,1%
Ліквідності	Коефіцієнт поточної ліквідності	68,9%	145,0%	203,5%	61,1%	138,2%	159,1%
	Робочий капітал	(177,0)	102,5	297,5	(136,1)	57,3	149,9
Активності	Оборотність активів	152,2%	195,2%	100,0%	74,4%	99,3%	95,6%
	Оборотність робочого капіталу	-282,4%	878,4%	75,6%	-220,5%	479,4%	209,8%
Структури капіталу	Фінансова стійкість - Борг / ЕВІТДА	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Фінансова стійкість - Борг / Власного капіталу	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Інвестиційні показники	ЕВІТДА	250,0	865,5	209,0	228,0	277,0	349,5
	NOPAT	224,0	947,0	191,0	218,0	166,1	253,4
	Економічна додана вартість (EVA)	102,2	444,6	87,5	107,7	86,3	133,8
Допоміжні розрахункові показники	Амортизація	52,5	53,5	54,5	56,5	139,5	139,5
	Середньозважена вартість капіталу (WACC)	7,4%	16,5%	3,8%	1,9%	11,8%	8,2%
	Безризикова ставка фінансування	9,5%	7,4%	8,4%	15,9%	15,3%	9,2%
	Бета коефіцієнт	0,86	0,86	0,66	0,73	0,99	1,06

Джерело: складено автором за [253]

Таблиця В.7. АТ «Укртранснафта»

		2015	2016	2017	2018	2019	2020
Показники звіту про фінансовий результат	Дохід від реалізації товарів / послуг	3 050,0	3 550,0	3 750,0	3 850,0	3 576,7	4 512,9
	Валовий дохід (збиток)	1 600,0	1 800,0	1 800,0	1 400,0	1 388,2	2 088,4
	Фінансовий результат від операційної діяль-ті	913,6	1 370,7	1 984,1	2 109,5	1 045,0	1 031,9
	Фінансові витрати	(27,9)	(11,7)	(43,3)	(442,4)	(141,3)	(7,3)
	Фінансовий результат до оподаткування	1 245,7	1 950,9	2 500,8	1 795,6	950,7	1 093,3
	Податок на прибуток	245,0	(355,0)	(425,0)	375,0	170,8	199,2
	Фінансовий результат	1 492,3	1 598,2	2 238,4	(1 818,2)	785,2	1 760,4
Показники звіту Баланс	Поточні активи	5 541,3	6 167,1	5 467,1	4 317,0	2 309,6	3 676,9
	Усього активи	21 250,0	21 750,0	20 650,0	14 250,0	12 729,7	14 745,4
	Зареєстрований капітал	465,0	465,0	465,0	465,0	460,2	460,2
	Власний капітал	18 015,0	18 430,0	16 630,0	12 030,0	10 951,7	12 313,7
	Поточні зобовязання	961,0	843,5	1 730,0	815,0	567,1	1 172,0
	Банківські кредити та фінансування	24,0	26,5	40,0	55,0	42,6	75,7
Коефіцієнти							
Росту бізнесу	Зміна доходу від реалізації	35,6%	16,4%	5,6%	2,7%	-7,1%	26,2%
	Зміна фінансового результату	12,2%	7,1%	40,1%	-181,2%	-143,2%	124,2%
Дохідності	ЕВІТДА маржа	46,2%	58,5%	72,5%	78,8%	47,8%	37,6%
	Рентабельність вкладеного капіталу	6,4%	5,5%	9,4%	20,7%	11,1%	10,0%
Ліквідності	Коефіцієнт поточної ліквідності	576,6%	731,1%	316,0%	529,7%	407,3%	313,7%
	Робочий капітал	4 580,3	5 323,6	3 737,1	3 502,0	1 742,5	2 504,9
Активності	Оборотність активів	14,4%	16,3%	18,2%	27,0%	28,1%	30,6%
	Оборотність робочого капіталу	34,9%	33,8%	48,2%	40,0%	79,7%	83,4%
Структури капіталу	Фінансова стійкість - Борг / ЕВІТДА	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	Фінансова стійкість - Борг / Власного капіталу	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Інвестиційні показники	ЕВІТДА	1 408,6	2 075,7	2 719,1	3 034,5	1 710,9	1 697,8
	НОРАТ	1 158,6	1 015,7	1 559,1	2 484,5	1 215,8	1 231,1
	Економічна додана вартість (EVA)	711,7	1 084,2	1 573,8	1 755,1	820,4	783,4
Допоміжні розрахункові показники	Амортизація	495,0	705,0	735,0	925,0	665,9	665,9
	Середньозважена вартість капіталу (WACC)	0,2%	9,7%	8,2%	5,4%	14,7%	8,1%
	Безризикова ставка фінансування	9,5%	7,4%	8,4%	15,9%	15,3%	9,2%
	Бета коефіцієнт	0,86	0,86	0,66	0,73	0,99	1,06

Джерело: складено автором за [253]

Таблиця В.8. Показники вартості ТОВ «Логістик Юніон»

		2015	2016	2017	2018	2019	2020
Показники звіту про фінансовий результат	Дохід від реалізації товарів / послуг	415,0	1 150,0	1 550,0	2 750,0	3 495,7	4 207,9
	Валовий дохід (збиток)	414,8	1 149,6	1 549,0	2 747,3	1 746,9	2 302,8
	Фінансовий результат від операційної діяль-ті	(82,9)	537,1	694,2	1 336,9	1 612,5	2 181,5
	Фінансові витрати	0,0	(0,2)	(1,8)	(1,7)	(175,3)	(88,5)
	Фінансовий результат до оподаткування	(82,5)	539,1	694,5	1 340,5	1 551,1	2 099,2
	Податок на прибуток	0,0	78,5	135,0	235,0	279,2	377,9
	Фінансовий результат	(82,5)	617,6	829,5	1 575,5	1 830,3	2 477,1
Показники звіту Баланс	Поточні активи	145,4	333,1	924,1	1 090,7	1 237,1	3 138,4
	Усього активи	225,0	445,0	1 150,0	1 350,0	1 931,1	4 285,3
	Зареєстрований капітал	4,1	4,1	4,1	4,1	11,9	11,9
	Власний капітал	(79,5)	359,1	949,1	1 054,1	1 243,6	2 964,9
	Поточні зобовязання	304,5	86,0	201,0	266,5	561,6	562,7
	Банківські кредити та фінансування	0,0	0,0	0,0	29,5	125,8	757,6
Коефіцієнти							
Росту бізнесу	Зміна доходу від реалізації	50,9%	177,1%	34,8%	77,4%	27,1%	20,4%
	Зміна фінансового результату	-2705,2%	-849,1%	34,3%	89,9%	16,2%	35,3%
Дохідності	ЕВІТДА маржа	-16,0%	48,8%	47,5%	50,9%	55,2%	59,4%
	Рентабельність вкладеного капіталу	104,3%	171,5%	87,4%	149,1%	152,1%	86,3%
Ліквідності	Коефіцієнт поточної ліквідності	47,8%	387,5%	459,9%	409,3%	220,3%	557,7%
	Робочий капітал	(159,1)	247,1	723,2	824,2	675,4	2 575,7
Активності	Оборотність активів	184,4%	258,4%	134,8%	203,7%	181,0%	98,2%
	Оборотність робочого капіталу	-260,8%	465,2%	214,2%	333,3%	258,6%	89,4%
Структури капіталу	Фінансова стійкість - Борг / ЕВІТДА	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3
	Фінансова стійкість - Борг / Власного капіталу	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3
Інвестиційні показники	ЕВІТДА	(66,4)	561,6	736,7	1 399,4	1 931,2	2 500,2
	НОРАТ	(82,9)	615,6	829,2	1 571,9	1 891,7	2 559,3
	Економічна додана вартість (EVA)	(71,6)	434,4	566,8	1 095,7	1 308,4	1 787,5
Допоміжні розрахункові показники	Амортизація	16,5	24,5	42,5	62,5	318,7	318,7
	Середньозважена вартість капіталу (WACC)	-4,9%	1,3%	0,3%	0,6%	113,3%	9,7%
	Безризикова ставка фінансування	9,5%	7,4%	8,4%	15,9%	15,3%	9,2%
	Бета коефіцієнт	0,86	0,86	0,66	0,73	0,99	1,06

Джерело: складено автором за [253]

Таблиця В.9. Показники вартості ДП «Адміністрація морських портів України»

		2015	2016	2017	2018	2019	2020
Показники звіту про фінансовий результат	Дохід від реалізації товарів / послуг	6 850,0	7 250,0	7 650,0	6 750,0	6 972,7	7 377,3
	Валовий дохід (збиток)	4 900,0	4 600,0	4 900,0	4 000,0	3 050,8	3 917,5
	Фінансовий результат від операційної діяль-ті	5 060,0	4 405,0	4 375,0	3 355,0	1 925,7	3 252,2
	Фінансові витрати	(515,0)	(105,0)	(1,3)	(3,1)	(18,7)	(58,1)
	Фінансовий результат до оподаткування	4 765,0	4 640,0	4 460,8	3 403,0	1 954,8	3 241,2
	Податок на прибуток	875,0	855,0	835,0	655,0	372,1	604,9
	Фінансовий результат	5 687,5	5 499,9	5 298,8	4 093,5	2 339,2	4 054,0
Показники звіту Баланс	Поточні активи	4 332,9	4 197,3	3 909,3	2 300,1	2 040,1	2 921,8
	Усього активи	20 650,0	20 650,0	21 550,0	22 350,0	22 147,7	23 810,6
	Зареєстрований капітал	1 250,0	1 250,0	1 250,0	1 250,0	1 242,9	1 242,9
	Власний капітал	18 700,0	19 200,0	19 865,0	20 050,0	20 080,1	20 784,8
	Поточні зобовязання	736,5	1 308,0	1 524,0	1 263,0	1 083,0	1 967,7
	Банківські кредити та фінансування	1 213,5	142,0	161,0	122,0	112,1	241,0
Коефіцієнти							
Росту бізнесу	Зміна доходу від реалізації	69,1%	5,8%	5,5%	-11,8%	3,3%	5,8%
	Зміна фінансового результату	149,2%	-3,3%	-3,7%	-22,7%	-42,9%	73,3%
Дохідності	ЕВІТДА маржа	79,1%	65,8%	62,2%	55,6%	34,5%	50,6%
	Рентабельність вкладеного капіталу	31,7%	27,4%	26,2%	20,0%	11,4%	18,6%
Ліквідності	Коефіцієнт поточної ліквідності	588,3%	320,9%	256,5%	182,1%	188,4%	148,5%
	Робочий капітал	3 596,4	2 889,3	2 385,3	1 037,1	957,0	954,1
Активності	Оборотність активів	33,2%	35,1%	35,5%	30,2%	31,5%	31,0%
	Оборотність робочого капіталу	136,2%	159,2%	205,4%	385,7%	318,8%	410,6%
Структури капіталу	Фінансова стійкість - Борг / ЕВІТДА	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
	Фінансова стійкість - Борг / Власного капіталу	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Інвестиційні показники	ЕВІТДА	5 415,0	4 770,0	4 760,0	3 750,0	2 407,7	3 734,2
	НОРАТ	5 935,0	5 260,0	5 210,0	4 010,0	2 297,8	3 857,2
	Економічна додана вартість (EVA)	4 127,7	3 592,5	3 572,4	2 737,0	1 482,4	2 441,9
Допоміжні розрахункові показники	Амортизація	355,0	365,0	385,0	395,0	481,9	481,9
	Середньозважена вартість капіталу (WACC)	1,7%	1,3%	1,3%	1,2%	7,8%	18,0%
	Безризикова ставка фінансування	9,5%	7,4%	8,4%	15,9%	15,3%	9,2%
	Бета коефіцієнт	0,86	0,86	0,66	0,73	0,99	1,06

Джерело: складено автором за [253]

Таблиця В.10. Показники вартості АТ «Укрзалізниця»

		2015	2016	2017	2018	2019	2020
Показники звіту про фінансовий результат	Дохід від реалізації товарів / послуг	5 550,0	0,0	73 950,0	83 350,0	89 711,8	74 463,8
	Валовий дохід (збиток)	(900,0)	0,0	6 300,0	6 200,0	9 384,3	1 151,6
	Фінансовий результат від операційної діяль-ті	(1 181,0)	0,0	4 795,0	4 430,0	9 160,4	(8 177,3)
	Фінансові витрати	(236,7)	0,0	(4 270,0)	(3 610,2)	(5 254,6)	(4 241,8)
	Фінансовий результат до оподаткування	132,6	0,0	775,0	1 214,4	4 386,4	(11 865,8)
	Податок на прибуток	38,5	0,0	655,0	775,0	1 889,0	(93,4)
	Фінансовий результат	171,5	0,0	1 375,0	1 324,4	5 740,0	(12 418,6)
Показники звіту Баланс	Поточні активи	24 864,7	14 866,5	14 834,0	11 657,0	18 984,3	11 869,9
	Усього активи	396 350,0	266 650,0	264 350,0	265 550,0	268 487,9	257 161,9
	Зареєстрований капітал	229 850,0	229 850,0	229 850,0	229 850,0	229 879,1	229 879,1
	Власний капітал	347 815,0	211 050,0	211 050,0	210 550,0	211 871,7	199 599,2
	Поточні зобов'язання	22 719,1	23 650,0	23 438,5	31 137,5	28 214,4	28 952,4
	Банківські кредити та фінансування	2 701,4	19 750,0	19 261,5	11 962,5	23 647,7	23 622,8
Коефіцієнти							
Росту бізнесу	Зміна доходу від реалізації	0,0%	0,0%	0,0%	12,7%	7,6%	-17,0%
	Зміна фінансового результату	0,0%	0,0%	0,0%	-3,7%	333,4%	-316,4%
Дохідності	ЕВІТДА маржа	19,3%	0,0%	26,3%	20,4%	24,5%	6,3%
	Рентабельність вкладеного капіталу	-0,3%	0,0%	2,6%	2,5%	5,2%	-4,1%
Ліквідності	Коефіцієнт поточної ліквідності	109,4%	62,9%	63,3%	37,4%	67,3%	41,0%
	Робочий капітал	2 145,7	(8 783,5)	(8 604,5)	(19 480,5)	(9 230,1)	(17 082,6)
Активності	Оборотність активів	1,4%	0,0%	28,0%	31,4%	33,4%	29,0%
	Оборотність робочого капіталу	-41,9%	0,0%	-73,2%	-31,8%	-101,7%	-6,7%
Структури капіталу	Фінансова стійкість - Борг / ЕВІТДА	2,5	0,0	1,0	0,7	1,1	5,1
	Фінансова стійкість - Борг / Власного капіталу	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Інвестиційні показники	ЕВІТДА	1 069,1	0,0	19 445,0	16 980,0	22 012,5	4 674,7
	НОРАТ	(1 142,5)	0,0	5 450,0	5 205,0	11 049,4	(8 270,8)
	Економічна додана вартість (EVA)	(12 095,5)	(1 234,7)	(18 514,0)	(28 000,2)	(10 627,9)	(13 705,7)
Допоміжні розрахункові показники	Амортизація	2 250,0	0,0	14 650,0	12 550,0	12 852,1	12 852,1
	Середньозважена вартість капіталу (WACC)	4,8%	1,3%	9,5%	11,7%	7,4%	4,6%
	Безризикова ставка фінансування	9,5%	7,4%	8,4%	15,9%	15,3%	9,2%
	Бета коефіцієнт	0,86	0,86	0,66	0,73	0,99	1,06

Джерело: складено автором за [253]

Добаток Г. Критерії ESG/Sustainability Index offerings Індексу S&P Dow Jones

Тип	Категорія	№	Суб-Категорія	Індикатори	Принципи оцінки	Специфіка індустрії	Максимальна оцінка
Навколишнє середовище	Прозорість	1.1.1	Якість екологічної звітності	Розкриття обсягів викидів парникових газів		Так	2
Навколишнє середовище	Прозорість	1.1.2	Якість екологічної звітності	Розкриття кількості забруднення повітря, води та земель	Розкриття всіх відповідних параметрів для кожної галузі	Так, згідно з галузевою класифікацією	3
Навколишнє середовище	Прозорість	1.1.3	Якість екологічної звітності	Розкриття кількості вироблених небезпечних відходів		Так	2
Навколишнє середовище	Прозорість	1.1.4	Якість екологічної звітності	Розкриття інформації про використання основних природних ресурсів	Розкриття всіх ключових параметрів, що мають значення для галузі. Для конгломератів необхідно проводити оцінку за кожним з ключових напрямків діяльності.	Так, має співвідноситися з галузевою матрицею ресурсів	1
Навколишнє середовище	Прозорість	1.1.5	Якість екологічної звітності	Розкриття інформації про споживання води		Так	2
Навколишнє середовище	Прозорість	1.1.6	Якість екологічної звітності	Розкриття інформації про споживання енергії	Пряма плюс \ Непряма енергія	Так	2
Навколишнє середовище	Прозорість	1.1.7	Якість екологічної звітності	Специфікація екологічних ризиків та пов'язаних з ними негативних наслідків	Оповідна форма розкриття інформації, а також резерви щодо екологічних зобов'язань	Так, за виключенням фінансового сектору та інших з низьким впливом	2
Навколишнє середовище	Політики	2.1.1	Контроль впливу	Вимоги щодо використання ресурсів та енергії, утилізації відходів та викидів	Чи визначені в екологічній політиці/стратегії ключові вимоги щодо використання ресурсів та енергії, утилізації відходів та викидів; чи встановлені цілі щодо запобігання та зменшення негативного впливу на довкілля та чи встановлена відповідальність.	Так, за виключенням фінансового сектору та інших з низьким впливом	2
Навколишнє середовище	Політики	2.1.2	Контроль впливу	Політика відповідальності за продукт	Політика, спрямована на управління або мінімізацію впливу на навколишнє	Так	2

Тип	Категорія	№	Суб-Категорія	Індикатори	Принципи оцінки	Специфіка індустрії	Максимальна оцінка
					середовище протягом усього життєвого циклу продукції та відповідних процесів моніторингу		
Навколишнє середовище	Політики	2.2.1	Операційні стандарти	EMS (Система екологічного менеджменту) або Система контролю продукції: Сертифікація/Аудит/Верифікація - загальні	Наявність та обсяг міжнародних та національних універсальних сертифікатів (ISO 14001, JIS Q 14001, EMAS або BS8555 процес)	Ні	2
Навколишнє середовище	Політики	2.2.1.a	Операційні стандарти	EMS (система управління навколишнім середовищем): Сертифікація/Аудит/Верифікація - з урахуванням галузі	Наявність та обсяг міжнародних та національних сертифікатів, специфічних для певних галузей промисловості	Так, класифікується згідно з переліком наявних ліцензій	2
Навколишнє середовище	Політики	2.2.1.b	Операційні стандарти	Висвітлення бізнес-напрямків що відповідають EMS (система управління навколишнім середовищем)	Потребує оцінки лише за умови наявності оцінки >0, у пункті 2.2.1	Так	2
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.1.1	Вплив	Кількість викидів парникових газів (ПГ - GHG)	По відношенню до річного доходу компанії (млн. тонн на мільйон доларів США); ПГ на загальний обсяг, включаючи вуглекислий газ; виражено через вуглецевий еквівалент, виміряне середнім показником по галузі. Дані Trucost (за всіма кількісними показниками нижче)	Так, порівнюється по субсекторам	4
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.1.1.a	Вплив	Динаміка викидів парникових газів	Середній показник у порівнянні з минулим роком за останні 3 роки	Так	2
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.1.2	Вплив	Кількість забруднення повітря, води та земель	По відношенню до річного доходу компанії (мільйони метричних тонн на мільйон доларів США)	Так, згідно з галузевою класифікацією	4
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.1.2.a	Вплив	Динаміка забруднення повітря, води та земель	Середній показник у порівнянні з минулим роком за останні 3 роки	Да, согласно индустриальной классификации	2
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.1.3	Вплив	Кількість вироблених небезпечних відходів	По відношенню до річного доходу компанії (мільйони тонн на мільйон доларів США)	Так	4

Тип	Категорія	№	Суб-Категорія	Індикатори	Принципи оцінки	Специфіка індустрії	Максимальна оцінка
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.1.3.a	Вплив	Динаміка утворення небезпечних відходів	Середній показник у порівнянні з минулим роком за останні 3 роки	Так	2
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.1.4	Вплив	Кількість споживання мінеральних ресурсів	По відношенню до випуску/доходу та у динаміці. Цей показник не має значення для компаній у сировинному секторі (нафта та газ та видобуток)	Так, потребує класифікацію згідно з переліком специфічно-галузевих ресурсів	4
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.1.4.a	Вплив	Динаміка споживання мінеральних ресурсів	Середній показник у порівнянні з минулим роком за останні 3 роки. Цей показник не має значення для компаній у сировинному секторі (нафта та газ та видобуток)	Так	2
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.1.5	Вплив	Кількість споживання води	По відношенню до річного доходу компанії (млн кубометрів на мільйон доларів США)	Так	4
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.1.5.a	Вплив	Динаміка споживання води	Середній показник у порівнянні з минулим роком за останні 3 роки	Так	2
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.1.6	Вплив	Кількість споживання енергії	По відношенню до річного доходу компанії (мільйони МВт -год на мільйон доларів США)	Так	4
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.1.6.a	Вплив	Динаміка споживання енергії	Середній показник у порівнянні з минулим роком за останні 3 роки	Так	2
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.1.7	Вплив	Кількість сфери застосування: викиди 3х ПГ	По відношенню до річного доходу компанії (млн тонн на мільйон доларів США); ПГ на загальний обсяг, включаючи вуглекислий газ; виражено через вуглецевий еквівалент	Так, порівнюється по субсекторам	2
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.1.7.a	Вплив	Динаміка сфери застосування 3 Викиди парникових газів	Середній показник у порівнянні з минулим роком за останні 3 роки	Так	1
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.1.8	Вплив	Соціально-економічні витрати компанії	По відношенню до річного доходу компанії. Методологія власності на трактост. Середнє значення прямого та непрямого. Підход "До воріт" - не включає вплив продукту	Так	4

Тип	Категорія	№	Суб-Категорія	Індикатори	Принципи оцінки	Специфіка індустрії	Максимальна оцінка
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.1.8.a	Вплив	Динаміка соціально-економічних витрат операції компанії	Середній показник у порівнянні з минулим роком за останні 3 роки	Так	2
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.2.1	Еко-інновації	Кількість енергії, виробленої з первинних відновлюваних джерел енергії	У відсотках від загальної кількості виробленої енергії (лише для енергопостачальних підприємств)	Так (виробники енергії оцінюються окремо від компаній користувачів)	2
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.2.1.a	Еко-інновації	Динаміка споживаної або виробленої енергії з первинних відновлюваних джерел енергії	Середній показник у порівнянні з минулим роком за останні 3 роки	Так	2
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.2.2	Еко-інновації	Переробка побічних продуктів	Слід оцінити комплексно відходи та воду	Так	2
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.2.2.a	Еко-інновації	Використання вторинних матеріалів	Основна увага приділяється тому, чи трактує компанія соціально-екологічні інновації як джерело підвищення своєї конкурентоспроможності	Так	2
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.2.3	Еко-інновації	Сума витрат на НДДКР, пов'язані з навколишнім середовищем на рік	По відношенню до річного доходу компанії та суми загальних НДДКР; в середньому за останні три роки (щоб уникнути виділення останніх піків)	Так	2
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.1.1	Суперечності	Історичні дані про прови, витоки чи будь-які інші екологічні аварії чи звинувачення проти компанії	Негативні виступи в засобах масової інформації, пов'язані з екологічними питаннями, суттєві фінансові та адміністративні штрафи екологічного характеру протягом останніх 3 років, а також якщо на керівників компанії були подання до суду або розслідувані протягом останніх 3 років за екологічними звинуваченнями.	Так	8
Навколишнє середовище	Продуктивність	3.3.2	Вплив	Екологічні аварії в ланцюжку поставок	Аварії того ж типу, але в ланцюжку поставок	Так	6
Соціальна	Політики	1.1.1	Відносини з громадою	Розкриття благодійної допомоги, спонсорства та підтримки політичних партій	Політичні пожертви, які розкривають компанії, порівнюються із розміром політичних внесків, що розкриваються зовнішніми джерелами - урядовими органами, і розкриття інформації не	Ні	2

Тип	Категорія	№	Суб-Категорія	Індикатори	Принципи оцінки	Специфіка індустрії	Максимальна оцінка
					враховується якщо про це відповідно повідомлялось.		
Соціальна	Політики	1.2.1	Трудові відносини / Охорона здоров'я та безпека	Розкриття даних про нещасні випадки та професійні захворювання	Тільки для тих секторів, для яких це актуально	Так	3
Соціальна	Політики	2.1.1	Політика спільноти та прав людини	Розроблені процедури прийому, запису та вирішення вимог зацікавлених сторін (діалог із зацікавленими сторонами)	З особливою увагою до відносин з громадою	Скоріше ні	1
Соціальна	Політики	2.1.2	Політика спільноти та прав людини	Комплексна політика та вимоги щодо прав людини		Ні	3
Соціальна	Політики	2.1.3	Політика спільноти та прав людини	Політика, яка забезпечує дотримання прав людини у ланцюжку поставок	Зосередження на підрядниках (оскільки тут виникають основні проблеми)	Скоріше ні (залежить від країни поставника)	2
Соціальна	Політики	2.2.1	Політика праці	Політика та системи охорони здоров'я та безпеки	Політика, що включає оцінку ризиків та чіткий розподіл обов'язків.	Так	3
Соціальна	Політики	2.2.2	Політика праці	Системи управління охороною праці та технікою безпеки	OHSAS 18001 та інші	Так	1
Соціальна	Політики	2.2.3	Політика праці	Наявність профспілок, колективних договорів та інших інструментів відносин з працівниками	Тільки незалежні профспілки мають позитивну оцінку (не підконтрольні уряду, як у Китаї)	Так	2
Соціальна	Політики	2.3.1	Управління продуктами	Системи управління якістю	Сертифікат ISO 9000 або будь-яка галузева сертифікація (QS-9000-автомобільна, TL 9000-телекомунікаційна, AS9100-аерокосмічна, ISO/TS 16949-автомобільна тощо). Чи заявляє компанія, що застосовує Six Sigma, Lean Manufacturing, Lean Sigma, TQM або будь-які інші подібні принципи якості.	Так (крім деяких секторів)	2
Соціальна	Політики	2.3.1.a	Управління продуктами	Сфера застосування систем управління якістю	Застосовується лише до тих компаній, які мають сертифікати контролю якості	Так	2

Тип	Категорія	№	Суб-Категорія	Індикатори	Принципи оцінки	Специфіка індустрії	Максимальна оцінка
Соціальна	Політики	3.1.1	Відносини з громадою та права людини	Негативні зовнішні наслідки для спільноти внаслідок діяльності компанії або суперечки з місцевими громадами		Ні	4
Соціальна	Політики	3.1.2	Відносини з громадою та права людини	Докази випадків дискримінації, використання дитячої чи примусової праці чи іншого зловживання правами людини компанією або її підрядниками		Ні	4
Соціальна	Політики	3.2.1	Трудові відносини	Умови праці у відповідності з високими стандартами	Кількісно оцінює через рівень травматизму, професійних захворювань та інших смертей, пов'язаних з роботою	Так	4
Соціальна	Політики	3.2.1.a	Трудові відносини	Динаміка умов праці	Середній показник у порівнянні з минулим роком за останні 3 роки	Так	2
Соціальна	Політики	3.2.2	Трудові відносини	Докази страйків, виробничих суперечок або звинувачень, пов'язаних з роботою, протягом останніх трьох років		Ні	4
Соціальна	Політики	3.3.1	Відповідальність за продукт	Випадки невідповідності нормативним актам та добровільним кодексам, що стосуються охорони здоров'я та безпеки населення, або негативні соціальні наслідки продуктів та послуг		Так	2
Соціальна	Політики	3.3.2	Відповідальність за продукт	Частка соціально чутливих продуктів	Розглядається діяльність, пов'язана з виробництвом або продажем алкоголю, тютюну, озброєння, порнографії, азартних ігор, досліджень стовбурових клітин, ГМО, касетних бомб, мін	Так	2
Управління	Політики	1.1.1	Структура власності та права	Розкриття структури власності, впливу та приналежності	Чи надається інформація про право власності аж до ідентифікації акціонерів-бенефіціарів, які володіють 5 відсотками або більше акцій компанії	Ні	2
Управління	Політики	1.1.2	Структура власності та права	Розкриття статуту та підзаконних актів	З особливою увагою до прав акціонерів та роз'яснених змін	Ні	1

Тип	Категорія	№	Суб-Категорія	Індикатори	Принципи оцінки	Специфіка індустрії	Максимальна оцінка
Управління	Політики	1.1.3	Структура власності та права	Розкриття документів для зборів акціонерів		Ні	1
Управління	Політики	1.2.1	Оперативна та фінансова інформація	Комплексна річна фінансова звітність	Вибір бухгалтерського обліку повинен відображати економіку бізнесу. Якщо бізнес фінансується на міжнародному рівні, ми припускаємо, що МСФЗ є відповідним стандартом, оскільки він краще розуміється інвесторами та через глобальну тенденцію переходу на нього; US GAAP займає друге місце в рейтингу. Оскільки найбільші країни з ринками, що розвиваються, Індія, Бразилія, Китай та Росія рухаються до МСФЗ, а GAAP США поступово наближається до МСФЗ, ми вважаємо, що важливо підкреслити відмінність від країн, де місцева звітність далека від загальноприйнятої.	Ні	2
Управління	Політики	1.2.2	Оперативна та фінансова інформація	Розподіл доходів	Сегментна та географічна звітність	Так	2
Управління	Політики	1.2.3	Оперативна та фінансова інформація	Звіт про корпоративну-соціальну відповідальність (КСВ) згідно зі стандартами GRI	Зосередження на незалежній впевненості	Ні	3
Управління	Політики	1.3.1	Правління, структура та процес управління	Розкриття складу та досвіду роботи ради директорів	Прізвище, вік, професійна освіта, наукові ступені, ролі в комітетах та інших дирекціях	Ні	1
Управління	Політики	1.3.2	Правління, структура та процес управління	Розкриття професійної інформації про керівників	Прізвище, вік, професійна освіта, наукові ступені, точні ролі у компанії та місце у виконавчій структурі; зовнішні директори	Ні	1
Управління	Політики	1.3.3	Правління, структура та процес управління	Розкриття інформації про політику оплати праці ради директорів		Ні	1

Тип	Категорія	№	Суб-Категорія	Індикатори	Принципи оцінки	Специфіка індустрії	Максимальна оцінка
Управління	Політики	1.3.3.a	Правління, структура та процес управління	Розкриття інформації про рівні винагороди ради директорів		Ні	2
Управління	Політики	1.3.4	Правління, структура та процес управління	Розкриття політики оплати праці генерального директора		Ні	3
Управління	Політики	2.1.1	Захист прав акціонерів	Ключові права акціонерів	У більшості випадків оцінка інфраструктури країни застосовується повсюдно до всіх компаній країни. Ця оцінка має бути невід'ємною оцінкою законодавчих вимог та системи правозастосування в країні, що дозволяє зрозуміти ключові питання, на які потім слід придивитися уважніше. Оцінка буде відповідно зменшена, щоб відобразити будь-які відсутні права або розбіжності між заявленими правами та фактичною практикою.	Ні, специфіка країни та типу власності	7
Управління	Політики	2.1.2	Захист прав акціонерів	Захист проти поглинання	Те саме, що 2.1.1. Застосовується лише до тих компаній, які не мають мажоритарного акціонера.	Ні, специфіка країни та типу власності	2
Управління	Політики	2.2.1	Запобігання конфлікту інтересів	Механізми викриття інформації		Ні	1
Управління	Політики	2.2.2	Запобігання конфлікту інтересів	Запобігання інсайдерській торгівлі		Ні	1
Управління	Політики	2.2.3	Запобігання конфлікту інтересів	Довгострокові заохочення для вищого керівництва, принаймні, виконавчого директора	Подивіться насамперед на політику генерального директора. Інші - за наявності	Ні	2
Управління	Політики	2.2.3.a	Запобігання конфлікту інтересів	Чи пов'язані довгострокові заохочення для вищого керівництва із загальною дохідністю акціонерів та економічною доданою вартістю (EVA)	Оцінює включення елемента, пов'язаного з ризиком, у прибутки компанії	Ні	2

Тип	Категорія	№	Суб-Категорія	Індикатори	Принципи оцінки	Специфіка індустрії	Максимальна оцінка
Управління	Політики	2.2.4	Запобігання конфлікту інтересів	Позафінансові цілі для вищого керівництва		Так	1
Управління	Політики	2.2.5	Запобігання конфлікту інтересів	Відділ внутрішнього аудиту звітує перед аудиторським комітетом правління		Ні	2
Управління	Політики	2.3.1	Політика щодо ділової етики	Чи включає Кодекс ділової етики чи інший внутрішній документ антикорупційну політику та чи існують механізми його застосування		Ні	3
Управління	Політики	2.3.2	Політика щодо ділової етики	Чи має компанія політику як відповідального інвестора чи акціонера		Так	1
Управління	Продуктивність	3.1.1	Правління, структура та процес управління	Відсоток невиконавчих та незалежних директорів	Це найближчий проксі для оцінки незалежності директора. ПРИМІТКА: Справжню незалежність ніколи не можна оцінити з публічних джерел	Ні	2
Управління	Продуктивність	3.1.2	Правління, структура та процес управління	Чи є комітет з аудиту повністю невиконавчим та не пов'язаним з ним	Те саме, що вище	Ні	2
Управління	Продуктивність	3.1.3	Правління, структура та процес управління	Виконавчий директор / Розподіл місць у Правлінні		Ні	1
Управління	Продуктивність	3.1.4	Правління, структура та процес управління	Частота та відвідуваність засідань правління		Ні	2
Управління	Продуктивність	3.1.5	Правління, структура та процес управління	Корпоративна-соціальна відповідальність Правління	Оцінюється у разі розкриття інформації, інакше - Н/Д. Застосовується лише до галузей, що мають екологічний чи соціальний вплив.	Так (можливо для секторів з найбільшим впливом)	2
Управління	Продуктивність	3.2.1	Винагорода	Значний розмір довгострокових заохочень генерального директора	Порівняйте максимальні суми, які можна заробити через довгострокові заохочення, із загальними сумами	Ні	2

Тип	Категорія	№	Суб-Категорія	Індикатори	Принципи оцінки	Специфіка індустрії	Максимальна оцінка
Управління	Продуктивність	3.2.2	Винагорода	Узгодженість рівнів винагороди директора з галузевими стандартами		Так, и для специфіки країн також	1
Управління	Продуктивність	3.2.3	Винагорода	Відповідність рівнів винагороди вищому керівництву галузевим стандартам	Судячи з середнього рівня трьох виплат керівникам	Так, и для специфіки країн також	1
Управління	Продуктивність	3.3.1	Суперечності	Фінансові суперечки	Перерахунок значних прибутків або висновок-кваліфікація аудиторів за останні три роки	Ні	3
Управління	Продуктивність	3.3.2	Суперечності	Суперечності, пов'язані з правами акціонерів (компенсація виконавчої влади)	На даний момент враховані лише суперечки з компенсацією виконавчої влади. Потрібно також включити інші зловживання та активовані засоби захисту від поглинання.	Ні	4
Управління	Продуктивність	3.3.3	Суперечності	Суперечності, пов'язані з поганою діловою практикою, включаючи хабарництво та корупцію або лобіювання щодо зниження стандартів ESG	У деяких випадках перевіряйте масштаби та вплив суперечок вручну	Так	4
Управління	Продуктивність	3.1.1	Правління, структура та процес управління	Відсоток невиконавчих та незалежних директорів	Це найближчий проксі для оцінки незалежності директора. ПРИМІТКА: Справжню незалежність ніколи не можна оцінити з публічних джерел	Ні	2
Управління	Продуктивність	3.1.2	Правління, структура та процес управління	Чи є комітет з аудиту повністю невиконавчим та не пов'язаним з ним	Те саме, що вище	Ні	2
Управління	Продуктивність	3.1.3	Правління, структура та процес управління	Виконавчий директор / Розподіл місць у Правлінні		Ні	1

Джерело: складено автором за [222]

Перевірка побудованих моделей за допомогою критерію Фішера

Перевірка побудованої моделі за критерієм Фішера базується на розрахунку F -відношення за формулою:

$$F_{(1,n-2)} = \frac{MSR}{MSE}, \quad (\text{Ж.1})$$

де $MSR = \frac{\sum_{t=1}^n (\hat{Y}_t - \bar{Y})^2}{1} = \sum_{t=1}^n (\hat{Y}_t - \bar{Y})^2$ – середній квадрат, який можна пояснити з побудованої моделі;

$$MSE = \frac{\sum_{t=1}^n (Y_t - \hat{Y}_t)^2}{n-m} \text{ – середній квадрат помилок;}$$

1, $(n - m)$ - ступені вільності, відповідно пов'язані з MSR та MSE .

Значення, отримане за формулою (Ж.1), порівнюється з критичним значенням (F_{kr}), яке визначається за статистичними таблицями F -розподілу Фішера з $(1, n - m)$ ступенями вільності та рівнем значимості $(1 - \alpha)$. Якщо розраховане значення F -відношення більше F_{kr} , то гіпотеза, що $\hat{Y}_t = \bar{Y}$, відкидається з ризиком помилитися не більш ніж у $\alpha\%$ випадків, тобто побудована модель адекватна реальному економічному процесу.

У табл. Ж.1 наведені розрахунки для моделей (3.11)–(3.13) і (3.16)–(3.17). Розрахунки виконувалися за допомогою функцій і інструментів Microsoft Excel.

Оскільки при побудові цих моделей була використана єдина гіпотеза про лінійний взаємозв'язок між показниками, що аналізуються, то для рівня значимості 0,05 критичне значення буде дорівнювати $F_{kr(1;4;0,95)} = 7,71$.

Проміжні розрахунки для критерію Фішера

Рік	Y_t	\hat{Y}_t	$\hat{Y}_t - \bar{Y}$	$(\hat{Y}_t - \bar{Y})^2$	$Y_t - \hat{Y}_t$	$(Y_t - \hat{Y}_t)^2$
Залежність коефіцієнту доданої економічної вартості від коефіцієнту покриття відсотків						
2015	-0,053	0,042104	0,456639	0,208519	-0,09472	0,008972
2016	-0,054	-0,0597	0,354839	0,125911	0,005972	3,57E-05
2017	-0,081	-0,08284	0,331695	0,110022	0,002302	5,3E-06
2018	-0,122	-0,03704	0,377495	0,142503	-0,08476	0,007185
2019	-0,046	-0,03883	0,375703	0,141153	-0,0074	5,48E-05
2020	-0,060	0,122488	0,537023	0,288394	-0,18211	0,033164
Σ	-0,41454	-0,05382		1,016502		0,049416
$MSR = 1,016502$		$MSE = 0,012354$		$F_{(1,4)} = 82,28046$		
Відношення кредитної заборгованості до ЕВІТ від коефіцієнта доданої вартості						
2015	-4,28686	-9,360973	-29,8804	892,8399	5,074108	25,74658
2016	-7,87533	-9,355870	-29,8753	892,535	1,480537	2,191988
2017	69,50935	39,973475	19,45402	378,4589	29,53588	872,3681
2018	58,89622	40,163294	19,64384	385,8804	18,73293	350,9225
2019	11,76016	9,8156718	-10,7038	114,571	1,944485	3,78102
2020	-4,8868	-9,328738	-29,8482	890,9145	4,441932	19,73076
Σ	123,1167	61,906862		3555,2		1274,741
$MSR = 3555,2$		$MSE = 318,6852$		$F_{(1,4)} = 11,15583$		
Залежність коефіцієнта Altman Z-Score від коефіцієнта доданої вартості						
2015	0,465	0,438234	-0,1706	0,029104024	0,026766	0,000716
2016	0,546	0,436679	-0,17215	0,029637077	0,109321	0,011951
2017	0,679	0,599086	-0,00975	9,50105E-05	0,079914	0,006386
2018	0,696	0,641232	0,032399	0,001049674	0,054768	0,003
2019	0,803	0,747181	0,138348	0,019140077	0,055819	0,003116
2020	0,464	0,428409	-0,18042	0,032552919	0,035591	0,001267
Σ	3,653	3,290821		0,111578782		0,026436
$MSR = 0,11158$		$MSE = 0,0066$		$F_{(1,4)} = 16,88304$		
Залежність між прибутковістю власного капіталу та віддачою оборотного капіталу						
2015	-0,07300	-0,08877	-0,06507	0,004234	0,015768	0,000249
2016	-0,03185	0,003348	0,027054	0,000732	-0,0352	0,001239
2017	0,000498	0,000479	0,024185	0,000585	1,93E-05	3,73E-10
2018	0,000887	0,000715	0,024421	0,000596	0,000172	2,95E-08
2019	0,012999	0,015872	0,039578	0,001566	-0,00287	8,25E-06
2020	-0,05176	-0,08043	-0,05672	0,003218	0,028665	0,000822
Σ	-0,14224			0,010931		0,002318
$MSR = 0,010931$		$MSE = 0,000579$		$F_{(1,4)} = 18,8656$		
Залежність коефіцієнта маневреності власного капіталу від віддачі оборотного капіталу						
2015	0,056674	0,052995	-0,01099	0,000121	0,003679	1,35E-05
2016	0,068486	0,06797	0,003986	1,59E-05	0,000516	2,66E-07
2017	0,066843	0,065554	0,00157	2,46E-06	0,001289	1,66E-06
2018	0,05228	0,063217	-0,00077	5,88E-07	-0,01094	0,00012
2019	0,085296	0,082904	0,01892	0,000358	0,002392	5,72E-06
2020	0,054327	0,051374	-0,01261	0,000159	0,002953	8,72E-06
Σ	0,383906			0,000657		0,00015
$MSR = 0,000657$		$MSE = 0,000037$		$F_{(1,4)} = 17,56538$		

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА

Статті у періодичних наукових виданнях інших держав, які входять до Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР)

1. **Portnyi O. V.**, Chernii V. O. The essence of the modern economic strategy and its place in the development of the enterprise. *The Scientific Heritage*. 2021. № 71 (71). Vol. 5. P. 13–16. (Угорщина) (заг. обсяг 0,56 д.а., особисто автору належить 0,24 д.а.: обґрунтовано доцільність виділення та дотримання концепції сталого розвитку при розробленні програмних стратегічних документів, аргументовано необхідність розширення концепції ціннісно-орієнтованого управління через зміну підходу до розуміння сутності цінності не лише як додаткового блага для акціонерів, а й для суспільства в цілому, визначено однією з ключових причин такої необхідності управління бізнес-ризиками).

2. Yanovska V. P., **Portnyi O. V.** Megatrends and key drivers of creating value in the transport and logistics sector of the economy. *Sciences of Europe*. 2021. № 76 (76). P. 9–15 (Чеська Республіка) (заг. обсяг 0,82 д.а., особисто автору належить 0,61 д.а.: узагальнено найважливіші тенденції розвитку та систематизовано ключові фактори створення цінності сучасних транспортних компаній)

Статті у наукових виданнях, включених до переліку наукових фахових видань України з присвоєнням категорії «Б»

3. Яновська В. П., **Портний О. В.**, Накалюжна А. О. Ключові фактори розвитку компаній в інноваційній економіці. *Вісник Хмельницького національного університету*. 2020. № 6. С. 20–26 (заг. обсяг 0,72 д.а., особисто автору належить 0,51 д.а.: встановлено види економічної діяльності, що мають великий потенціал розвитку, сформульовано гіпотезу щодо можливості використання потенціалу вартості для забезпечення економічного розвитку компаній. побудовано циклічний ланцюг факторів економічного розвитку від вартості компанії до макроекономічних показників)

4. Яновська В. П., **Портний О. В.** Еволюція моделей ціннісно-орієнтованого управління: від доданої вартості до ESG. *Вісник Київського інституту бізнесу та технологій*. Київ: Видавництво КІБІТ 2020. №46 (4) С. 4–12 (заг. обсяг 1,12 д.а., особисто автору належить 0,84 д.а.: узагальнено концептуальні засади та головні методичні положення теорії, розкрито зміст ціннісно-орієнтованого управління та ціннісно-орієнтованого мислення, вибудовано логіку розвитку моделей ціннісно-орієнтованого управління)

5. **Портний О. В.** Сутність, методи та моделі ESG-інтегрованого аналізу транспортних компаній. *Вісник економіки транспорту та промисловості*. Харків: Український державний університет залізничного транспорту. 2021. №74 С. 25–30 (заг. обсяг 0,82 д.а.)

6. **Портний О. В.** Механізм ESG-інтегрованого управління ціннісно-орієнтованим економічним розвитком транспортної компанії. *Український журнал прикладної економіки*. Тернопіль: Тернопільський національний економічний університет. 2021. Том 6. – № 1. – С. 353–361 (заг. обсяг 0,78 д.а.)

Публікації за доповідями та матеріалами міжнародних та всеукраїнських науково-практичних конференцій

1. Творонович В. І., Черній В. О., **Портний О. В.** Сучасні тренди digital-маркетингу. *Моніторинг та аналіз в системі ефективного менеджменту на залізничному транспорті: реалії і перспективи*: Матеріали VII Міжнародної науково-практичної конференції, 25–27 вересня 2019 року, Ужгород. Вид-во Київ: АТ «Укрзалізниця», 2019. С. 10–11. (заг. обсяг 0,13 д.а., особисто автору належить 0,05 д.а.: проведено аналіз основних трендів цифровізації маркетингової діяльності в контексті економічного розвитку сучасних компаній)

2. Яновська В. П., Творонович В. І., **Портний О. В.** Визначення та концептуалізація цифрової економіки. *NEW ECONOMICS – 2019*: Матеріали Міжнародного наукового форуму, 14–15 листопада 2019 року, Том 1, Київ: НАН України, Інститут економіки промисловості, 2019. С. 155–158 (заг. обсяг 0,21 д.а., особисто автору належить 0,15 д.а.: встановлено, що цифровізація існуючих бізнес-процесів та інноваційна трансформація існуючих бізнес-

моделей є складовою конкурентної стратегії транспортної компанії, дієвим фактором стимулювання економічного зростання та підвищення продуктивності капіталу)

3. Яновська В. П., **Портний О. В.** Статистичний аналіз еволюційного розвитку концепції ціннісно-орієнтованого управління. *Європейський вектор модернізації економіки: креативність, прозорість та сталий розвиток*: Матеріали XIII Міжнародної науково-практичної конференція, 21–22 квітня 2021 року, Харків: ХНУБА, 2021. С. 316–317 (заг. обсяг 0,10 д.а., особисто автору належить 0,09 д.а.: встановлено характер та виявлено інтенсивність теоретичного і прикладного внеску науковців і практиків у концептуальний і методологічний розвиток теорії ціннісно-орієнтованого управління)

4. **Портний О. В.** Методичні засади ESG-концепції управління економічним розвитком компанії. *Прогнозування соціально-економічного розвитку: планування, управління та аналіз*: матеріали Науково-практичної конференції 31 липня 2021 року, Дніпро: Наукова економічна організація «Перспектива», С. 52–56. (заг. обсяг 0,18 д.а.)

5. **Портний О. В.** Ситуаційний контекст розвитку сучасних транспортних компаній. *Теорія і практика сучасної науки*: матеріали VI Міжнародної науково-практичної конференції, 19-20 серпня 2021 року. Київ: МЦНіД. С. 9–11 (заг. обсяг 0,20 д.а.)

6. **Portnyi O. V.** Key elements of mechanism of the ESG-integrated management. *Scientific researches and methods of their carrying out: world experience and domestic realities*: матеріали II Міжнародної науково-практичної конференції, 27 серпня 2021 року, Вінниця, Україна та Відень, Австрія: Грааль науки. С. 76–78 (заг. обсяг 0,23 д.а.)

7. **Портний О. В.** Специфічні умови створення цінності компанії транспортно-логістичного сектору економіки. *Зовнішні та внутрішні фактори впливу на економічні процеси у світовій і національній економіці*: матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції, 28 серпня 2021 р., Львів: Львівська економічна фундація. С. 39–43 (заг. обсяг 0,21 д.а.)



№ 11/11-909.23.09 2021 р.

«УЗГОДЖУЮ»

Проректор з науково-педагогічної роботи

Ю. П. Дудник

«ЗАТВЕРДЖУЮ»

Ректор



Н. С. Брайковська

АКТ

впровадження результатів наукових досліджень за темою дисертаційної роботи в навчальному процесі Державного університету інфраструктури та технологій

Цей акт складено про те, що наукові дослідження за темою дисертаційної роботи Портного Олексія Володимировича «Ціннісно-орієнтоване управління економічним розвитком транспортної компанії» використовуються в науковій діяльності Факультету управління та технологій на кафедрі економіки, маркетингу та бізнес-адміністрування.

Результати, отримані в дисертації, використані при проведенні науково-дослідних робіт Державного університету інфраструктури та технологій на тему: «Проблеми інноваційного розвитку ринку транспортних послуг» (2012–2018 рр., номер держреєстрації 0112U005792), у якій розроблено методичні положення та проведено динаміко-структурний аналіз розвитку ринку транспортних послуг; «Економічний розвиток транспортної інфраструктури України» (2019–2023 рр., номер держреєстрації № 0119U101875), у якій досліджено зміст і взаємозв'язок основних категорій концепції ціннісно-орієнтованого управління, введено поняття «ціннісно-орієнтоване управління» і «ціннісно-орієнтоване мислення», систематизовано моделі економічного розвитку та теорії фірми, виявлено сучасні тенденції економічного розвитку транспортних компаній, розроблено модель інтегрованого ESG-ціннісно-орієнтованого управління, з урахуванням якої побудовано сценарії економічного розвитку компанії транспортно-логістичного сектору.

Декан факультету управління та технологій,
д.е.н., професор

С. М. Боняр

Завідувач кафедри економіки, маркетингу та
бізнес-адміністрування, д.е.н., професор

В. П. Яновська

ДОВІДКА ПРО ВПРОВАЖДЕННЯ
результатів дисертаційної
Портного Олексія Володимировича на тему
«ЦІННІСНО ОРІЄНТОВАНЕ УПРАВЛІННЯ ЕКОНОМІЧНИМ
РОЗВИТКОМ ТРАНСПОРТНОЇ КОМПАНІЇ»
на здобуття наукового ступеня доктора філософії

Результати дисертаційної роботи здобувача наукового ступеня доктора філософії Портного О. В. мають практичне значення, у переважній частині були використані Департаментом закупівель Акціонерного товариства «Українська залізниця» при плануванні та аналізі показників ефективності у сфері закупівельної діяльності, для виявлення ступеня впливу ефективності закупівель на цінність і сталість товариства, його інвестиційну привабливість; інша частина результатів дослідження знаходить своє застосування.

Перед усім це стосується розвинутих здобувачем науково-методичних засад ціннісно орієнтованого управління, що передбачають інтеграцію ціннісно-орієнтованого мислення в систему прийняття рішень, враховують специфіку сучасного економічного розвитку залізничної галузі та ґрунтуються на принципах відповідального інвестування і корпоративної соціальної відповідальності, а також адаптованого та удосконаленого методичного підходу до комплексного оцінювання фінансових, екологічних, соціальних та управлінських параметрів економічної ефективності і побудови сценаріїв економічного розвитку, аналіз яких дозволяє ідентифікувати зміну фінансової стійкості та виявляти ризики зниження вартості та цінності акціонерного товариства.

Авторські напрацювання доцільно використовувати в управлінні виробничими і структурними підрозділами АТ «Укрзалізниця», його регіональними філіями і філіями в першу чергу задля збільшення доходів, підвищення ефективності економічної діяльності та покращення іміджу товариства.

Головний фахівець відділу методології
та розвитку закупівельної функції
управління планування, методології та
аналізу Департаменту закупівель
АТ «Укрзалізниця»,
доктор економічних наук



Т. С. Мельник

Головний фахівець ЦПК
18.02.2021
В. О.



ВИКОНАВЧИЙ ОРГАН КИЇВСЬКОЇ МІСЬКОЇ РАДИ
(КИЇВСЬКА МІСЬКА ДЕРЖАВНА АДМІНІСТРАЦІЯ)

Комунальне підприємство
"КИЇВСЬКИЙ МЕТРОПОЛІТЕН"

Проспект Перемоги, 35, м. Київ, 03056, тел.: 238-44-21, факс 238-44-46, www.metro.kyiv.ua
Код ЄДРПОУ 03328913

13.09.2021 № 450-НДР

на № _____

АКТ ВПРОВАДЖЕННЯ

результатів дисертаційної роботи Портного Олексія Володимировича,
представленої на здобуття наукового ступеня доктора філософії,
на тему: «Ціннісно орієнтоване управління економічним розвитком
транспортної компанії»
у практичну діяльність Комунального підприємства
«Київський метрополітен»

Цей акт складено про те, що результати дисертаційної роботи здобувача наукового ступеня доктора філософії, аспіранта Державного університету інфраструктури та технологій Портного Олексія Володимировича на тему: «Ціннісно орієнтоване управління економічним розвитком транспортної компанії» мають практичне значення та використовуються КП «Київський метрополітен».

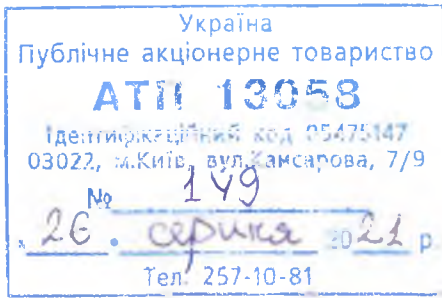
На підприємстві було розглянуто та прийнято до уваги в економічному аналізі та при плануванні показників розвитку підприємства методичний підхід до оцінки результатів економічної діяльності за фінансовими, екологічними, соціальними та управлінськими критеріями з урахуванням принципів відповідального використання фінансових ресурсів та сучасних трендів розвитку пасажирського сектору транспортної галузі, що дозволить підвищити рівень ефективності економічної діяльності для всіх учасників взаємодії (пасажирів, місцеві органи влади, контролюючі органи, тощо) та для суспільства в цілому.

Завдяки використанню та впровадженню запропонованих методичних засад ціннісно орієнтованого підходу до управління відповідно до сучасних трендів сталого розвитку було визначено пріоритетні напрями стратегічного плану розвитку КП «Київський метрополітен» на середньостроковий період.

Директор фінансовий



Олексій ХАЙМЬОНОВ



**Акт впровадження
результатів дисертаційної роботи Портного Олексія Володимиромичам на
тему: «ЦІННІСНО ОРІЄНТОВАНЕ УПРАВЛІННЯ
ЕКОНОМІЧНИМ РОЗВИТКОМ ТРАНСПОРТНОЇ КОМПАНІЇ»
на здобуття наукового ступеня доктора філософії**

ПАТ "АТП-13058", основна діяльність якої у відповідності до КВЕД 49.41 Вантажний автомобільний транспорт), при здійсненні аналізу та подальшому плануванні економічної діяльності та розвитку підприємства були використані наступні результати дисертаційного дослідження Портного О.В.:

- критерії та характеристики ціннісно орієнтованого управління та взаємозв'язок суспільної користі, що створюється компанією з вартістю підприємства;
- концепція ESG-інтегрованого управління та його механізм, включаючи аналіз та обґрунтування всіх його елементів;
- сучасні мегатренди транспортно-логістичної галузі (зокрема сегменту автомобільних перевезень) та аналіз їх впливу на різні сегменти

Використання визначеного ціннісно-орієнтованого підходу до управління транспортною компанією дозволяє підвищити ефективність та користь підприємства для внутрішніх та зовнішніх контрагентів та визначити напрямки подальшого розвитку з урахування сучасних ризиків та трендів розвитку транспортно-логістичної галузі України.

Директор
ПАТ «АТП-13058»
ЄДРПОУ 05475147



МІЩЕНКО С. Д.

03134, м.Київ, вул. Смирненка, 25, оф. 1 (юридична адреса)
IBAN UA 30 3206490000026009052671793 в РЦ ПАТ „ПриватБанк”, МФО 320649, ЄДРПОУ 33445742
08141 с.Святопетрівське, вул. Володимирська, 36, Бучанський р-н, Київська обл.
(поштова та фактична адреса головного офісу), тел. (044) 500-9-500, (044) 583-08-50,
(044) 583-08-55. E-mail: vladtrans007@gmail.com www.vladtrans.com.ua

№ 587 від 25.08.2021

**Акт впровадження
результатів дисертаційної роботи Портного Олексія Володимировичам на тему:
«ЦІННІСНО ОРІЄНТОВАНЕ УПРАВЛІННЯ
ЕКОНОМІЧНИМ РОЗВИТКОМ ТРАНСПОРТНОЇ КОМПАНІЇ»
на здобуття наукового ступеня доктора філософії**

Доводимо до Вашого відома, що керівництвом ТОВ «ВЛАД Транс», основною діяльністю якої є вантажні перевезення у відповідності до основного КВЕД «49.41 Вантажний автомобільний транспорт» були розглянуті та прийняті до використання наступні результати та положення дисертаційної роботи Портного О.В., а саме:

- концептуальний підхід до ESG-інтегрованого управління, заснований на концепції сталого розвитку з урахування інтересів всіх стейхолдерів;
- взаємозв'язок суспільної користі, що створюється компанією внаслідок запровадження ціннісно-орієнтованого управління та вартості підприємства;
- аналіз останніх трендів розвитку світової економіки (основні мегатренди) та їх вплив на різні сектори транспортно-логістичної галузі, зокрема на автомобільні перевезення;
- методичні рекомендації щодо оцінки показників діяльності та вартості компанії та можливих шляхів подальшого розвитку для її підвищення.

На нашу думку впровадження цих результатів дозволяє закласти цілісний базис ціннісно-орієнтованого управління в компанії та підвищити в цілому ефективність господарської діяльності та забезпечити довгострокові перспективи розвитку компанії.

Директор
ТОВ «ВЛАД Транс»



Рахман М.В



№ 0111-908.28.09 2021 р.

«УЗГОДЖУЮ»

Проректор з науково-педагогічної роботи

Ю. П. Дудник

«ЗАТВЕРДЖУЮ»

Ректор



Н. С. Брайковська

АКТ

впровадження результатів наукових досліджень за темою дисертаційної роботи в навчальному процесі Державного університету інфраструктури та технологій

Цей акт складено про те, що наукові дослідження за темою дисертаційної роботи Портного Олексія Володимировича «Ціннісно-орієнтоване управління економічним розвитком транспортної компанії» використовуються в навчальному процесі Факультету управління та технологій на кафедрах економіки, маркетингу та бізнес-адміністрування; фінансів і кредиту:

Дисципліни	Форма впровадження і досягнутий практичний ефект
Економіка підприємства Економіка транспорту Економіко-математичні методи та моделі Економічна діагностика Обґрунтування рішень і оцінювання ризиків Планування і контроль на підприємстві Потенціал і розвиток підприємства Системний підхід у бізнесі Фінансовий менеджмент	Матеріали наукового дослідження за темою дисертаційної роботи Портного Олексія Володимировича «Ціннісно-орієнтоване управління економічним розвитком транспортної компанії» впроваджені у конспектах лекцій та робочих програмах навчальних дисциплін

Декан факультету управління та технологій,
д.е.н., професор

С. М. Боняр

Завідувач кафедри економіки, маркетингу та
бізнес-адміністрування, д.е.н., професор

В. П. Яновська

Завідувач кафедри фінансів та кредиту,
д.е.н., професор

Н. І. Богомоллова