

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

СУМСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

Навчально-науковий інститут бізнесу, економіки та менеджменту

Кафедра фінансових технологій і підприємництва

КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА БАКАЛАВРА

«Особливості формування та оцінки фінансових ресурсів підприємства в умовах невизначеності»

спеціальність 072 «Фінанси, банківська справа та страхування»

Студентки: Омельченко Анни Олегівни

групи Ф-81

Кваліфікаційна робота бакалавра містить результати власних досліджень. Використання ідей, результатів і текстів інших авторів мають посилання на

відповідне джерело

_____ (підпис)

А.О. Омельченко

Керівник: стар. викл. кафедри ФТП, к.е.н

_____ (підпис)

Ю.Г. Гуменна

Суми 2022

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
СУМСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
Навчально-науковий інститут бізнесу, економіки та менеджменту
Кафедра фінансових технологій і підприємництва

ЗАТВЕРДЖУЮ

Завідувач кафедри, д.е.н., проф.

Лариса ГРИЦЕНКО

(підпис)

«02» травня 2022 р.

ЗАВДАННЯ

до кваліфікаційної роботи бакалавра

Студентки групи Ф-81 інституту (центру) ННІ БІЕМ
спеціальності 072 «Фінанси, банківська справа та страхування»

Омельченко Анни Олегівни

(прізвище, ім'я, по батькові студента)

Тема роботи: Особливості формування та оцінки фінансових ресурсів підприємства в умовах невизначеності

Затверджено наказом по СумДУ № 0430-VI від «10» червня 2022 р.

Термін здачі студентом завершеної роботи «19» червня 2022 р.

Вихідні дані до роботи: нормативні й законодавчі акти, матеріали статистичної звітності, інструкції та положення, матеріали монографій, періодичних видань, підручників і навчальних посібників, дані фінансової звітності суб'єктів господарювання, організацій та установ тощо.

Зміст основної частини роботи (перелік питань для розроблення):

- теоретичні засади формування фінансових ресурсів суб'єкта господарювання: вітчизняний та зарубіжний досвід
- особливості формування фінансових ресурсів підприємства в умовах невизначеності
- підходи до оцінки вартості фінансових ресурсів підприємства
- оцінка середньозваженої вартості капіталу в умовах невизначеності
- структурно-динамічний аналіз фінансових ресурсів підприємства АТ НАК «Нафтогаз Україна»
- аналітика середньозваженої вартості капіталу в умовах невизначеності для АТ НАК «Нафтогаз Україна»

Дата видачі завдання: «02» травня 2022 р.

Керівник кваліфікаційної роботи: _____
(підпис)

Ю.Г. Гуменна

(ініціали, прізвище)

Завдання прийнято до виконання «02» травня 2022 р. _____
(підпис)

А.О. Омельченко

(ініціали, прізвище студента)

АНОТАЦІЯ
кваліфікаційної роботи бакалавра
на тему:
«Особливості формування та оцінки фінансових ресурсів підприємства в умовах невизначеності»
Омельченко Анни Олегівни

Актуальність теми кваліфікаційної роботи. Обрана тема дослідження є актуальною з огляду на значний вплив умов невизначеності на процеси та особливості функціонування економічних суб'єктів. Важливо враховувати умови невизначеності при формуванні фінансових ресурсів підприємствами з метою забезпечення їх надійної фінансової підтримки в кризових умовах, якими характеризується економічна ситуація в Україні протягом останніх років.

Фінансові ресурси забезпечують не лише поточну діяльність підприємства, їх формування необхідне для розширеного розвитку компанії за рахунок інвестування в основні засоби, модернізацію та удосконалення процесу виробництва. Це сприятиме забезпеченню у перспективі високих показників розвитку підприємства в умовах функціонування у високо конкурентному середовищі.

Мета кваліфікаційної роботи – дослідження теоретико-методичних та практичних аспектів формування та оцінювання фінансових ресурсів на підприємстві в умовах невизначеності.

Об'єкт дослідження – особливості формування та оцінки фінансових ресурсів економічного суб'єкта..

Предмет дослідження – фінансові-економічні відносини, що виникають в процесі формування та оцінювання підприємством фінансових ресурсів в умовах невизначеності.

Основний результат роботи. В першому розділі розглянуто теоретичні основи формування фінансових ресурсів в умовах невизначеності шляхом дослідження сутності фінансових ресурсів на основі вітчизняного та іноземного досвіду, формалізації класифікації фінансових ресурсів та визначення

особливостей формування ресурсів в умовах невизначеності. У другому розділі досліджено методичні аспекти оцінки фінансових ресурсів в умовах невизначеності на основі аналізу підходів до оцінювання середньозваженої вартості капіталу при формуванні фінансових ресурсів. Проведено порівняльний аналіз методик до оцінки середньозваженої вартості фінансових ресурсів. У третьому розділі проведено аналітичну оцінку формування фінансових ресурсів в умовах невизначеності шляхом структурно-динамічного аналізу фінансових ресурсів та розраховано середньозважену вартість капіталу АТ НАК «Нафтогаз України» за різними методами.

Ключові слова: фінансові ресурси, середньозважена вартість капіталу, власний капітал, позиковий капітал, залучений капітал, умови невизначеності.

Загальний обсяг кваліфікаційної роботи – 55 сторінок, основний зміст кваліфікаційної роботи викладено на 36 сторінках, список використаних джерел обсягом 40 найменувань викладено на 4. сторінках. Робота містить 8 таблиць, 9 рисунків, а також 2 додатки.

Рік захисту роботи – 2022 рік

ЗМІСТ

ВСТУП	6
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВА В УМОВАХ НЕВИЗНАЧЕНОСТІ	8
1.1 Теоретичні засади формування фінансових ресурсів суб'єкта господарювання: вітчизняний та зарубіжний досвід	8
1.2 Особливості формування фінансових ресурсів підприємства в умовах невизначеності.....	13
РОЗДІЛ 2 МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВА В УМОВАХ НЕВИЗНАЧЕНОСТІ	18
2.1 Підходи до оцінки вартості фінансових ресурсів підприємства	18
2.2 Оцінка середньозваженої вартості капіталу в умовах невизначеності	26
РОЗДІЛ 3 ОЦІНКА ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ В УМОВАХ НЕВИЗНАЧЕНОСТІ НА ПРИКЛАДІ АТ НАК «НАФТОГАЗ УКРАЇНИ»	30
3.1 Структурно-динамічний аналіз фінансових ресурсів на підприємстві АТ НАК «Нафтогаз України».....	30
3.2 Аналітика середньозваженої вартості капіталу на прикладі АТ НАК «Нафтогаз України» в умовах невизначеності.....	37
ВИСНОВОК	44
СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ	46
ДОДАТОК А Зведені показники звіту по фінансовий стан (балансу) за 2016-2021 рр. АТ НАК «Нафтогаз України»	50
ДОДАТОК В Зведені показники звіту про фінансові результати за 2016-2021 рр. АТ НАК «Нафтогаз України».....	54

ВСТУП

Актуальність теми кваліфікаційної роботи. Обрана тема дослідження є актуальною з огляду на значний вплив умов невизначеності на процеси та особливості функціонування економічних суб'єктів. Важливо враховувати умови невизначеності при формуванні фінансових ресурсів підприємствами з метою забезпечення їх надійної фінансової підтримки в кризових умовах, якими характеризується економічна ситуація в Україні протягом останніх років.

Фінансові ресурси забезпечують не лише поточну діяльність підприємства, їх формування необхідне для розширеного розвитку компанії за рахунок інвестування в основні засоби, модернізацію та удосконалення процесу виробництва. Це сприятиме забезпеченню у перспективі високих показників розвитку підприємства в умовах функціонування у високо конкурентному середовищі.

Мета кваліфікаційної роботи дослідження теоретико-методичних та практичних аспектів формування та оцінювання фінансових ресурсів на підприємстві в умовах невизначеності.

Завдання дослідження, які поставлені для досягнення мети роботи:

- дослідити теоретичні засади формування фінансових ресурсів суб'єкта господарювання: вітчизняний та зарубіжний досвід;
- розглянути особливості формування фінансових ресурсів підприємства в умовах невизначеності;
- дослідити підходи до оцінки вартості фінансових ресурсів підприємства;
- оцінити середньозваженої вартості капіталу в умовах невизначеності;
- провести структурно-динамічний аналіз фінансових ресурсів підприємства АТ НАК «Нафтогаз України» за 2016-2021 роки;
- провести аналітику середньозваженої вартості капіталу в умовах невизначеності для АТ НАК «Нафтогаз України».

Об'єкт дослідження – особливості формування та оцінки фінансових ресурсів економічного суб'єкта..

Предмет дослідження – фінансові-економічні відносини, що виникають в процесі формування та оцінювання підприємством фінансових ресурсів в умовах невизначеності.

Методи дослідження. Дослідження та обробка матеріалів в рамках роботи відбувалась на основі різних методів: абстрактно-логічний, порівняльний, системний та вертикально-горизонтальний аналіз.

Структура роботи. Основна частина кваліфікаційна робота складається з трьох розділів. В першому розділі розглянуто теоретичні основи формування фінансових ресурсів в умовах невизначеності шляхом дослідження сутності фінансових ресурсів на основі вітчизняного та іноземного досвіду, формалізації класифікації фінансових ресурсів та визначення особливостей формування ресурсів в умовах невизначеності. У другому розділі досліджено методичні аспекти оцінки фінансових ресурсів в умовах невизначеності на основі аналізу підходів до оцінювання середньозваженої вартості капіталу при формуванні фінансових ресурсів. Проведено порівняльний аналіз методик до оцінки середньозваженої вартості фінансових ресурсів. У третьому розділі проведено аналітичну оцінку формування фінансових ресурсів в умовах невизначеності шляхом структурно-динамічного аналізу фінансових ресурсів та розраховано середньозважену вартість капіталу АТ НАК «Нафтогаз України» за різними методами.

Фактологічну основу кваліфікаційної роботи складають матеріали періодичних видань, статистичні дані, нормативно-правові акти міжнародних організацій.

РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВА В УМОВАХ НЕВИЗНАЧЕНОСТІ

1.1 Теоретичні засади формування фінансових ресурсів суб'єкта господарювання: вітчизняний та зарубіжний досвід

Наявність фінансових ресурсів характеризує рівень фінансових можливостей підприємства при здійсненні ним економічної діяльності. В умовах обмеженості фінансових ресурсів нераціональне їх використання підприємством впливає на його соціально-економічний розвиток та зростання обсягів виробництва у перспективі. Фінансові ресурси відіграють визначну роль в діяльності сучасного підприємства завдяки їх здатності забезпечувати фінансову стійкість, рентабельність капіталу та платоспроможність суб'єкта господарювання за умов ефективного використання фінансових можливостей та формування їх оптимальної структури.

Дослідження аспектів формування фінансових ресурсів підприємством передбачає аналіз як вітчизняного, так і зарубіжного досвіду з цього питання. Вітчизняною наукою достатньо детально вивчено сутнісну основу фінансових ресурсів. Українські вчені, що надають визначення «фінансовим ресурсам» розділилися на три школи щодо трактування форми фінансових ресурсів.

Перша школа, майже одноголосно зазначає, що фінансові ресурси представлені грошовими коштами [25; 28; 29; 30; 31].

Так, вчені Опарін В., Чупіс А., Корецький М., Борисова В. [25] одними з перших сформували та надали визначення поняття «фінансових ресурсів», зазначаючи, що до них належать всі грошові кошти, що є в наявності у підприємства і націлені на фінансування його основних та оборотних активів.

Науковець Поддєрьогін А. разом зі своїми однодумцями [30; 31] дотримується погляду, що фінансові ресурси необхідно розглядати як сукупність грошових коштів, які виступають у таких формах як матеріальна, фондова та нефондова. Напрямок використання таких коштів слугує виконання фінансових зобов'язань, а також здійснення витрат спрямованих на розширене відтворення

поточних потреб.

У своїх роботах Петленко Ю. [29] разом Партином Г. [28] трактують фінансові ресурси у формі грошових коштів. Петленко Ю. дотримується погляду, що дані кошти залучені з різних джерел та мають призначення задовольняти власні потреби. Партин Г. у свою чергу наголошує, що данні кошти належать до розпорядження підприємств.

Вчений Зятковський І. [16] при визначенні сутності фінансових ресурсів акцентує увагу на грошових фондах, що використовуються за цільовим призначенням, які були безпосередньо сформовані під час розподілу та перерозподілу створеного на підприємстві внутрішнього валового продукту

Друга школа трактує, що фінансові ресурси мають природу ліквідних активів [12; 36]. Так, Гудзь О. [12]. наголошує на власному трактуванні, а саме фінансові ресурси виступають у ролі високоліквідних наявних активів, що перебувають у розпорядженні підприємства. Призначення активів спрямоване на забезпечення розширеного відтворення та покриття фінансових зобов'язань. Обсяг сукупності ліквідних активів визначає рівень платоспроможності підприємства. На думку Стецюка П. [36], фінансові ресурси виступають у ролі найбільш ліквідних активів, які у свою чергу відповідають за неперервність грошових потоків.

Третя школа формалізує фінансові ресурси у формі грошових накопичень та доходів [11; 37]. Українські вчені-дослідники Василик О., Філімоненков О. трактують сутність фінансових ресурсів наголошуючи на грошових накопиченнях та доходах, які виникають в ході розподілу та перерозподілу валового внутрішнього продукту, що зберігаються у фондах та існують для підтримання безперервності розширеного відтворення.

Досліджені вище підходи щодо сутності та призначення фінансових ресурсів підкреслюють їх визначну роль у функціонування підприємства. В рамках трактування фінансових ресурсів найдоречніше на думку авторів використовувати ліквідні активи.

В роботі під фінансовими ресурсами будемо розуміти ліквідні активи, призначення яких полягає у виконанні фінансових зобов'язань, здійсненні

поточних витрат та забезпеченні безперервного розширеного відтворення підприємства.

В рамках дослідження сутності фінансових ресурсів нами систематизовані основні види фінансових ресурсів за такими ознаками, як: право власності, участь в кругообігу капіталу, характер використання, термін залучення (рисунок 1.1).



Рисунок 1.1 – Класифікація фінансових ресурсів на основі вітчизняної школи науковців

*Сформовано автором на основі [18; 22; 24; 33]

Однією з чотирьох класифікаційних ознак є кругообіг, до даної ознаки належить початкові, природжені та функціонуючі ресурси. Початковими ресурсами називають такий вид ресурсів, що сформувалися на початку роботи підприємства до таких ресурсів можна віднести власний статутний капітал акціонерного товариства. Природжені ресурси з'являються у процесі звичайної діяльності підприємства, в свою чергу функціонуючі відіграють безпосередню роль для забезпечення даної діяльності. За характером використання українські вчені виділяють матеріалізовані ресурси, тобто ті, які створюють основні засоби підприємства, та обігові ресурси, тобто активи, які задіяні у нормальному функціонуванні підприємства. За терміном залучення відносять ресурси до

необмежених ресурсів, які виступають власним капіталом, та короткострокові та довгострокові ресурси, які характеризують термін протягом якого підприємство може використовувати даний вид ресурсу, до них відносять залучені кошти, які потрібно повертати. Найпоширеніші види ресурсів, які надалі будуть виступати об'єктом дослідження – це власні та залучені ресурси, що класифікуються за правом власності.

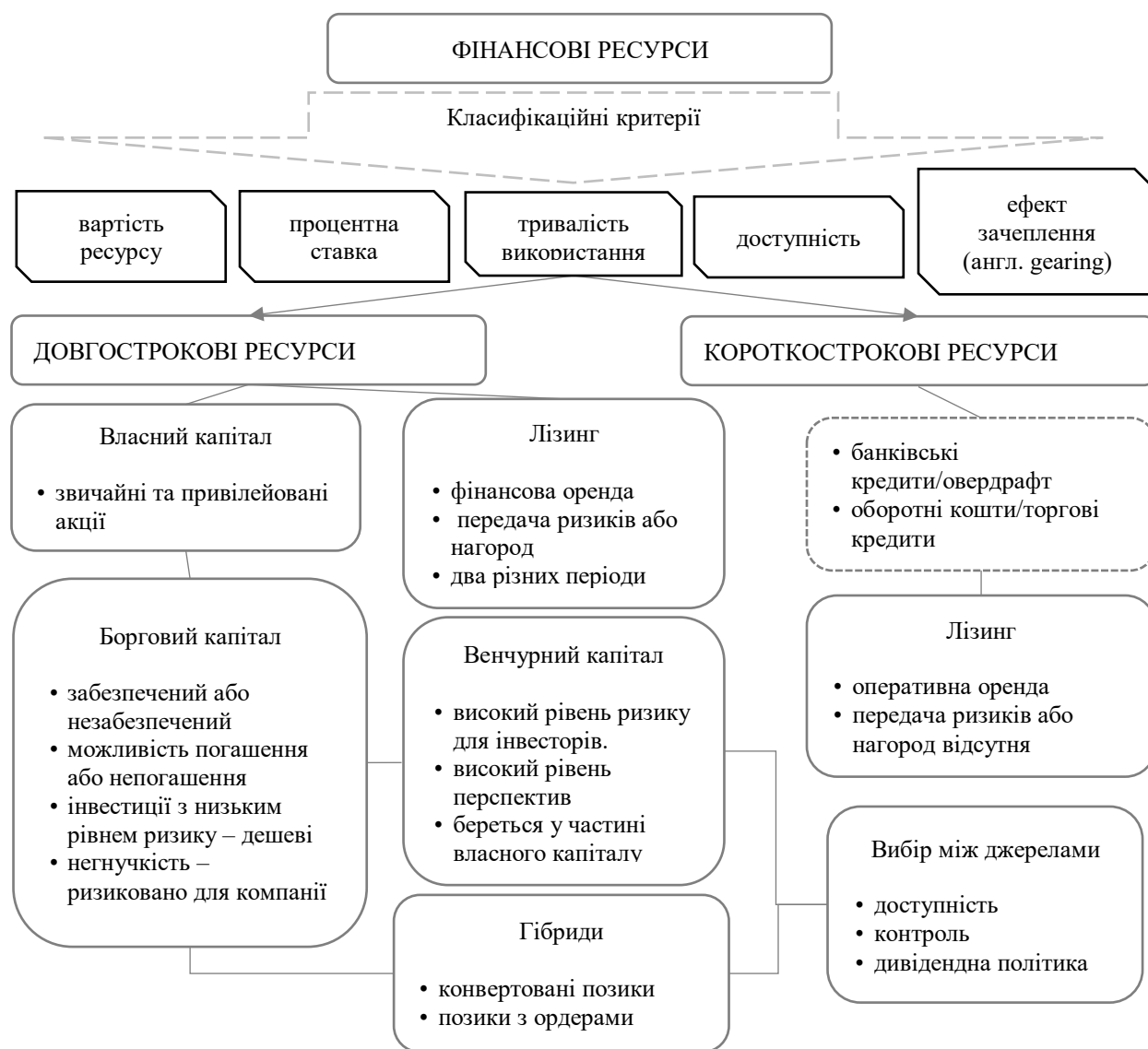


Рисунок 1.2 – Класифікація фінансових ресурсів на основі зарубіжного досвіду
*Сформовано автором на основі [1; 2; 3]

Зарубіжний досвід щодо вивчення сутнісної основи фінансових ресурсів (рисунок 1.2), зокрема науковцями з Всесвітньої організації професійних

бухгалтерів (англ. «Association of Chartered Certified Accountants», ACCA) [1, 2, 3], не передбачає надання визначення терміну «фінансові ресурси», натомість розкриває його через наступні критерії: вартість ресурсів, тривалість використання, доступність досліджуваних ресурсів, структура процентних ставок, фактор зачеплення (англ. gearing).

Вартість ресурсу, як критерій для вибору фінансових ресурсів характеризується необхідністю отримати капітал за як можна нижчою ціною, для збільшення майбутніх прибутків. Різні види капіталу відрізняються в тому числі й ціною його залучення підприємством, борговий капітал вважається дешевшим за власний через нижчі ризики власників коштів, це супроводжується відповідно меншим прибутком. Для підприємства позиковий капітал допомагає зменшити додаткове навантаження, так як плата за борговий капітал у вигляді відсотків вираховується з корпоративного податку.

Зарубіжні вчені розглядають критерій доступності в рамках дослідження формування фінансових ресурсів. Даний критерій необхідний в умовах обмеженого вибору механізмів формування фінансових ресурсів для багатьох підприємств.

Дослідження структури процентних ставок відбувається через співвідношення між процентними ставками різних за періодом залучення фінансових ресурсів. Потреба даного дослідження сформувався в умовах очікування перспективи зменшення вартості довгострокових ресурсів, що може спричинити порушення співвідношення вартості короткострокових та довгострокових ресурсів, за якої довгострокові ресурси стають дорожчими за короткострокові.

Під ефектом зачеплення (англ. gearing) зарубіжні вчені розуміють співвідношення позикового до власного капіталу [1; 2; 3]. За високого фінансування постає потреба у використанні дешевих позикових коштів. Процес залучення зовнішніх коштів характеризується необхідність регулярно сплачувати відсотки, що нараховуються на основну суму кредиту, під час даного процесу виникає ризик банкрутства через недотримання фінансових вимог.

Зарубіжний погляд на формування фінансових ресурсів виділяє основний розподіл досліджуваних ресурсів за критерієм тривалості використання коштів. Короткострокові ресурси відповідають за фінансування оборотних активів та забезпечення звичайної діяльності підприємства. Короткостроковий банківський кредит, овердрафт, торгова позика (торгівельна кредиторська заборгованість), лізинг, у розрізі операційної оренди – виділяють як основні види короткострокових ресурсів. Довгострокові ресурси відповідають за фінансування необоротних активів і є більш дорогими та менш гнучкішими за короткострокові ресурси. Довгострокові фінансові ресурси представлені власним та позиковим капіталом, фінансовим лізингом та венчурним інвестуванням.

Дослідивши погляди вітчизняних та зарубіжних вчених на сутнісну основу фінансових ресурсів виникає необхідність розглянути механізм формування фінансових ресурсів в умовах невизначеності.

1.2 Особливості формування фінансових ресурсів підприємства в умовах невизначеності

Формування фінансових ресурсів неможливо уявити без такого невід'ємного елемента як невизначеність. Включення умов невизначеності зазвичай здійснюється на етапі розрахунку та обчислень у вигляді врахування певного рівня ризику. Якщо умови невизначеності не враховані, це свідчить про спрощену математичну модель, для якої характерне максимальне зменшення обсягів розрахунків, однак це не скасовує елемент невизначеності у реальному житті. Розраховуючи прогностні величини майбутніх результатів формування фінансових ресурсів досить складно точно спрогнозувати необхідний результат через невідому потребу у визначеному обсязі залучений ресурсів.

Врахування умов невизначеності при процесі формуванні фінансових ресурсів доцільно реалізовувати в контексті визначення оптимальної структури капіталу, при якій на підприємстві буде забезпечуватися необхідний рівень

фінансової стійкості та платоспроможності. У своїй роботі вчені Кравченко О. та Сипко М. [19] зазначають передумови для необхідності включення умов невизначеності при визначенні оптимальної структури формування фінансових ресурсів.

Науковці Кравченко О. та Сипко М. розглядають передумови або «рушійні сили» як множину факторів, що має вплив на нормальну діяльність підприємства з боку зовнішнього та внутрішнього середовища. Виділяють дві групи даних факторів: передбачувані елементи (англ. *predetermined elements*) та ключові невизначеності (англ. *key uncertainties*). Перша група факторів передбачуваних елементів передбачає формування фінансових ресурсів у відносно стабільному функціонуючому підприємстві, при цьому результати впливу таких факторів за замовчуванням прослідковуються у всіх сценаріях розвитку. Група факторів передбачуваних елементів дозволяють сформувати фінансові ресурси з врахуванням процесів та подій, які виникають та існують у внутрішньому середовищі підприємства. «Рушійні сили» передбачуваних елементів не враховують умов невизначеності за рахунок функціонування в основному у внутрішніх процесах компанії, саме тому вони відповідають за формування фінансових ресурсів у звичайних умовах.

Друга група факторів ключових невизначеностей передбачає безпосередній вплив на компанію як з боку зовнішнього, так і внутрішнього середовища, враховує умови невизначеності під час формування фінансових ресурсів. Факторами, що формують групу ключових невизначеностей, можуть виступати потреба у капітальних вкладеннях, обсяг реалізованої продукції, а також попит дану продукцію. Потреба у вивченні групи ключових невизначеностей може визначати необхідні зміни структури капіталу, зокрема в частині обсягу необхідних грошових потоків, розрахунку рівня його фінансових ризиків та прийняття рішення фінансовими менеджерами щодо планування капітального бюджету. Формування оптимального структури власних, позикових та заучених фінансових ресурсів є актуальним питанням, від успіху реалізації якого залежить перспектива впровадження фінансової стратегії підприємства [19].

У свою чергу процес формування фінансових ресурсів потрібно починати з визначення оптимальної структури та збалансування ресурсів підприємства. Вчені по різному трактують застосування методів структурування фінансових ресурсів. На рисунку 1.3 містяться критерії оптимізації, які набули найбільшого поширення серед наукового світу. Виділяють три критерії оптимізації структури капіталу, двоє з яких направлено на мінімізацію.

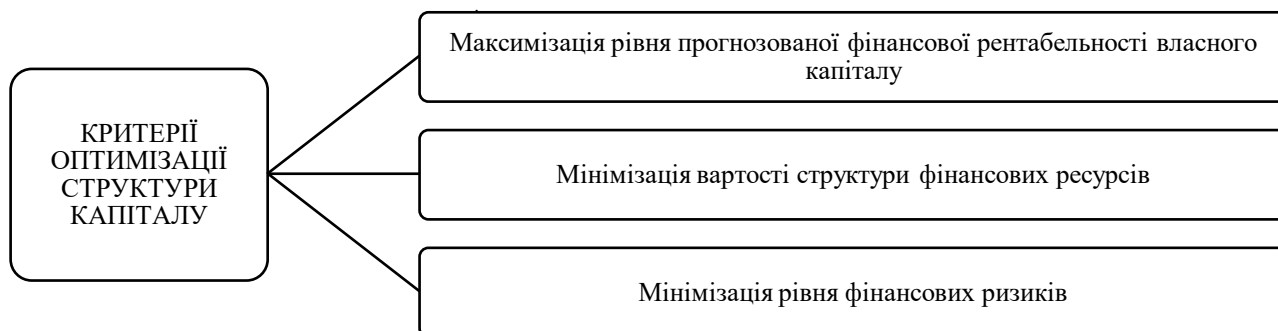


Рисунок 1.3 – Критерії оптимізації структури капіталу

*Сформовано автором на основі [10; 15; 21]

Критерієм, що направлений на максимізацію є критерій рівня прогнозованої фінансової рентабельності власного капіталу. В основі даного критерія лежить використання показника фінансового важелю, за якого при зростанні частини залученого капіталу збільшується рентабельність власного капіталу. Ефект від використання показника можна вважати позитивним тоді і тільки тоді коли виникає позитивна величина різниці валового прибутку та середнього відсотка за кредитом. За відсутності зниження рентабельності капіталу, приймається рішення про залучення зовнішніх ресурсів [10].

Вартість структури фінансових ресурсів необхідно спрямувати на мінімум, для здійснення процесу оптимізації. Основа даного критерію лежить у попередній оцінці різних умов формування, реалізації та підтримки власного та позикового капіталу у процесі розрахунку показника середньозваженої вартості капіталу.

Критерій, який спрямований на мінімізацію рівня фінансових ризиків пов'язаний з вибором джерел фінансування, підходами до даного вибору вважається агресивний, консервативний та помірний характер фінансування. Вибір

підходу фінансування напряду залежить від схильності найвищого керівництва до ризиків. В рамках критерію мінімізації фінансового ризику виділяють такі види ризику, як інвестиційний та валютний ризик, ризик неплатоспроможності та зниження фінансової стійкості, депозитний та кредитний ризик. Завдання критерії мінімізації обрати правильний метод запобігати ризиками. Основним напрямками запобігання ризику виступає диверсифікація при виборі джерела фінансування. [10].

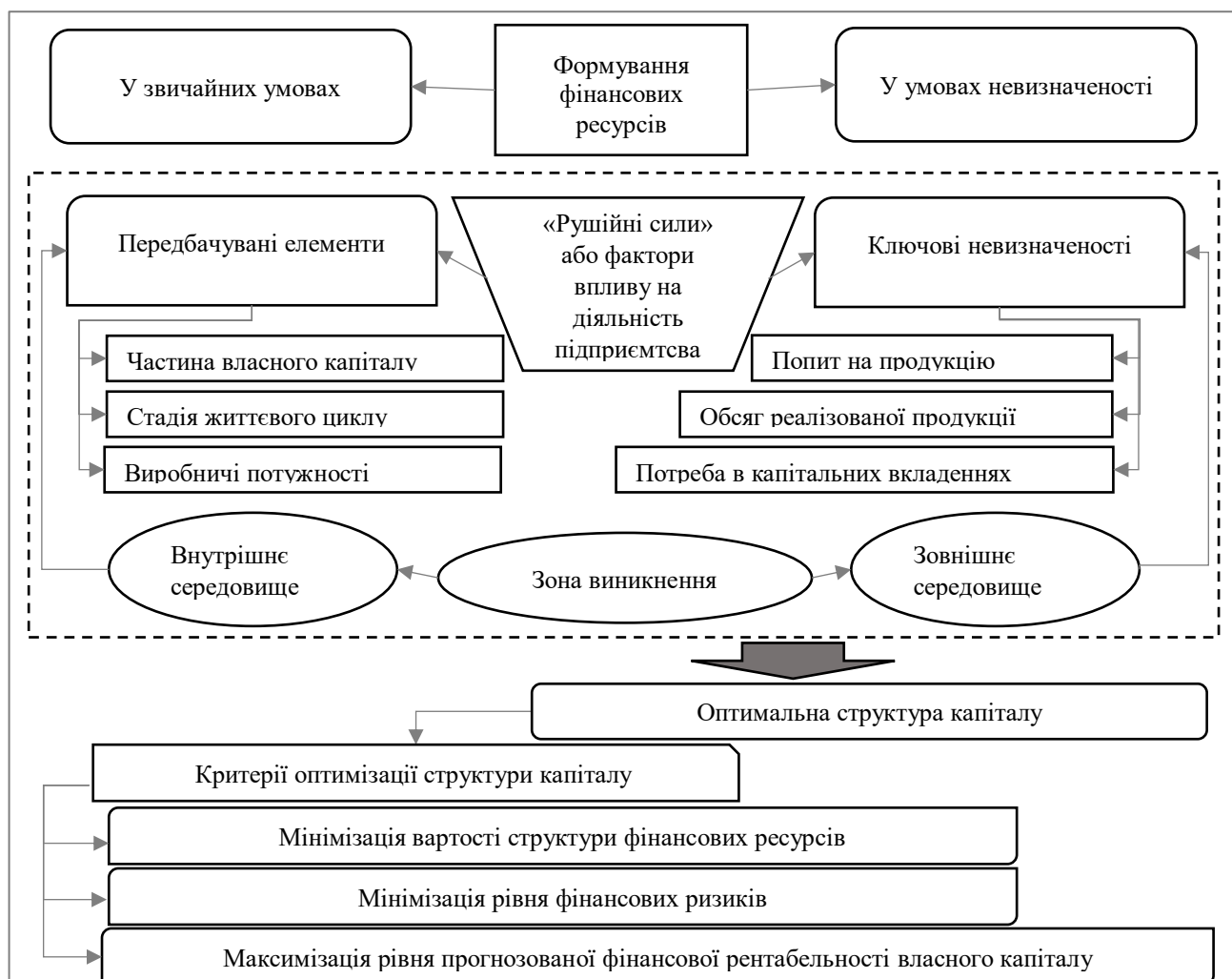


Рисунок 1.4 – Особливості формування фінансових ресурсів підприємства в умовах неозначеності.

*Сформовано автором на основі [10; 14; 15; 19; 21]

Навколишнє економічне середовище формує передумови до виникнення ризиків невизначеності, що в свою чергу загрожує формуванню фінансових ресурсів з неоптимальною структурою. Ефективність структури капіталу має

особливість змінюватися в різні моменти часу, саме тому виникає необхідність враховувати фактор впливу умов невизначеності та ризиків [14]. На рис.1.4 нами представлено особливості формування фінансових ресурсів підприємства в умовах невизначеності.

При врахуванні умов невизначеності слід пам'ятати, що власний капітал так як і позиковий також має свою вартість та не є безкоштовним. Платою за користуванням власного капіталу, як уже відомо виступають дивіденди, розмір яких формує вартість власного капіталу. В рамках процесу розширеного відтворення за рахунок власних коштів відбувається зниження ризиків, але й в той же час може виникнути зменшення можливостей для розвитку підприємства. Оптимальна структура капіталу дозволяє забезпечити таке співвідношення власних та позикових ресурсів, при якому буде збалансовано рівень фінансового ризику з бажаним прийнятним рівнем доходу при даному рівні ризику [19].

Дослідивши погляди вітчизняних та зарубіжних вчених на сутнісну основу фінансових ресурсів та розглянувши особливості формування фінансових ресурсів в умовах невизначеності, виникає необхідність дослідити методичні основи оцінки фінансових ресурсів в умовах невизначеності.

РОЗДІЛ 2 МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВА В УМОВАХ НЕВИЗНАЧЕНОСТІ

2.1 Підходи до оцінки вартості фінансових ресурсів підприємства

З метою збалансування співвідношення власних, позикових та залучених фінансових ресурсів в умовах врахування аспектів невизначеності пріоритетні позиції серед критеріїв оптимізації та оптимального формування структури капіталу займає критерій оптимізації структури фінансових ресурсів, який передбачає оцінку вартості фінансових ресурсів підприємства на основі методу середньозваженої вартості капіталу (англ. *Weighted Average Cost of Capital, WACC*). Забезпечення оптимального співвідношення між усіма видами фінансових джерел фінансування необхідне для забезпечення фінансової стабільності підприємства, максимізації отримання прибутку та економічного розвитку суб'єкту господарювання.

Так, вітчизняний вчений Поддєрьогін А. одним із перших трактує середньозважену вартість капіталу як комплексний показник, що відображає розмір віддачі від вкладень інвесторів у формі мінімальної норми прибутку [31]. Кнейслер О. дотримується теорії професора Поддєрьогіна А. та доповнює тлумачення показника, наголошуючи, що середньозважена вартість капіталу виступає у формі середнього рівня витрат при наявній структурі фінансових джерел, вимогах, що висувають інвестори та кредитори, та встановленій дивідендній політиці, при цьому даний рівень витрат необхідний для підтримання економічного потенціалу компанії [17].

Іноземні вчені Фернандес П. [6] та Фарбе А. [5] акцентують увагу, що показник WACC це лише ставка дисконтування для вільного грошового потоку (англ. *Free Cash Flow, FCF*), яка має широке розповсюдження в корпоративних фінансах.

Представники організації ACCA під середньозваженою вартістю капіталу розуміють середню вартість джерел капіталу, який знаходиться в розпорядженні компанії, при цьому середнє значення потрібно зважити, для врахування частки

участі кожного джерела у загальній структурі капіталу. Також науковці наголошують, що вартість для розрахунку показника береться після оподаткування, та «коефіцієнти на які відбувається зважування повинні мати загально ринкову вартість» [1; 2; 3].

Систематизація визначень середньозваженої вартості капіталу, представлена вченими як вітчизняної, так і закордонних шкіл, дозволяє прийти до висновку, що розрахунок показника WACC сприяє формуванню повної та об'єктивної оцінки про стан фінансування та збалансування фінансових ресурсів підприємства.

Науковці подають розрахунки середньозваженої вартості капіталу спираючись на трактування економічних явищ, кожний вчений намагається зробити власний вклад в розвиток економічній теорії, саме тому виникли нижче наведені методи оцінки середньозваженої вартості капіталу.

В чисельній науково-навчальній літературі розрахунок середньозваженої вартості капіталу здійснено за наступним алгоритмом [9]:

$$WACC = d(1 - T)D\% + eE\% \quad (2.1)$$

де d – вартість позикового капіталу до оподаткування;

T – ставка податку компанії;

$D\%$ – відсоток позикового капіталу від загальної вартості компанії ;

e – вартість власного капіталу

$E\%$ – відсоток власного капіталу від загальної вартості компанії.

Всесвітня організація АССА надає дві методики для розрахунку середньозваженої вартості капіталу, які використовуються в залежності від кількості джерел позикових коштів [1; 2; 3]:

$$WACC = \left[\frac{V_e}{V_e + V_d} \right] k_e + \left[\frac{V_d}{V_e + V_d} \right] k_d (1 - T) \quad (2.2)$$

де k_e – вартість власного капіталу;

k_d – вартість позикового капіталу;

V_e – ринкова вартість власного капіталу компанії;

V_d – ринкова вартість позикового капіталу компанії;

T – ставка податку компанії.

$$WACC = \frac{\sum MV * r}{\sum MV} \quad (2.3)$$

де MV – ринкова вартість джерела коштів;

r – вартість даного джерела коштів

Вітчизняний науковець Поддєрьогін А. у своїх працях наводить дану формулу розрахунку середньозваженої вартості капіталу [31]:

$$CBK = \sum_{i=1}^n B_i \cdot \Psi_i \quad (2.4)$$

де B_i – вартість джерела коштів, %;

Ψ_i – частка джерела в загальній сумі капіталу, %;

n – кількість джерел.

В свою чергу Кнейслер О. на основі попередньої формули (2.4) професора Поддєрьогіна А. розширює та уточнює спосіб розрахунку середньозваженої вартості капіталу: [17]

$$CBK = K_{з.а.} \frac{ЗА}{ЗА+ПА+ОБЛ+БК+НП} + K_{п.а.} \frac{ПА}{ЗА+ПА+ОБЛ+БК+НП} + K_{обл.} \frac{ОБЛ}{ЗА+ПА+ОБЛ+БК+НП} + K_{б.к.} \frac{БК}{ЗА+ПА+ОБЛ+БК+НП} + K_{н.п.} \frac{НП}{ЗА+ПА+ОБЛ+БК+НП} \quad (2.5)$$

де $K_{з.а.}$, $K_{п.а.}$, $K_{обл.}$, $K_{б.к.}$, $K_{н.п.}$ вартість капіталу, залученого за рахунок випуску звичайних акцій, привілейованих акцій, облігацій, банківських кредитів, нерозподіленого прибутку (%);

$ЗА$ – акціонерний капітал від випуску звичайних акцій (в грош. один.);

$ПА$ – акціонерний капітал від випуску привілейованих акцій (в грош. один.);

ОБЛ – облігаційна позика (в грош. один.);

БК – банківські кредити (в грош. один.);

НП – нерозподілений прибуток (в грош. один.).

Група українських вчених Чимшит С., Грабовський І., Прилепова М. у своїй роботі наводять формулу для розрахунку середньозваженої вартості капіталу, до допомогою якої можна розрахувати показник використовуючи загально прийняті форми звітності [40]:

$$WACC = \frac{FE + d}{AAC} \quad (2.6)$$

де FE – сума виплачених коштів за запозиченнями (ця сума вказується в Звіті про фінансові результати в рядку «Фінансові витрати»);

d – сума виплачених дивідендів;

AAC – середнє значення капіталу підприємства (сума пасивів, або E+D)

Вітчизняні вчені Хумарова Н., Лайко О. пропонують розраховувати за шляхом обчислень за наступною формулою [38]:

$$WACC = d_{BK} * V_{BK} + d_{PK} * V_{PK} - d_{K3} * V_{K3} \quad (2.7)$$

де d_{BK} – частка власного капіталу в загальній його величині;

V_{BK} – вартість власного капіталу;

d_{PK} – частка позикового капіталу в загальній його величині;

V_{PK} – вартість позикового капіталу;

d_{K3} – частка чистої кредиторської заборгованості в загальній величині капіталу;

V_{K3} – вартість чистої кредиторської заборгованості.

Проаналізувавши наведені вище методики оцінки WACC, можна зробити висновки, що іноземні вчені дотримуються модифікації формули розрахунку середньозваженої вартості капіталу, де особливою характеристикою даної

методики розрахунку виступає “податковий щит”. Податковий щит виникає через те, що в основі розрахунку середньозваженої вартості капіталу лежить врахування вартості боргу після оподаткування. Іноземні науковці при розрахунку WACC наголошують на необхідності очистити складову з позиковим капіталом, за допомогою виразу $(1-T)$, через наявність впливу податкового навантаження, що наявне у виплаті відсотків по кредитах, які використовує підприємство. На відміну від позикового капіталу, складова власного капіталу не має податкового навантаження, та не потребує очищення від нього, бо дивідендні виплати акціонерам здійснюються з чистого прибутку, який розрахований після оподаткування.

Таблиця 2.1 – Порівняльний аналіз методичних підходів до оцінки середньозваженої вартості капіталу

Автори методу	Формула для розрахунку	Переваги методу	Недоліки методу	Можливість використання в Україні
Сарг Б., Майерс М., Муррн К., Дамодаран А., Ендрю Г., Хорн В., Коупленд В.	$WACC = d(1 - T)D\% + eE\%$	Врахування податкового щита	Наявність ринкової вартості для фінансових ресурсів, що унеможлиблює розрахунок для країн з низьким рівнем розвитку фондових ринків	Можливо використовувати лише для компаній, акції яких знаходяться у вільному обігу на фондовому ринку
Науковці з всесвітньої організації АССА	$WACC = \left[\frac{V_d}{V_e + V_d} \right] k_d(1 - T) + \left[\frac{V_e}{V_e + V_d} \right] k_e$	Врахування податкового щита та розрахунку питомої ваги кожного фінансового ресурсу		
	$WACC = \frac{\sum MV * r}{\sum MV}$	Врахування ринкова вартості		
Поддєрьогін А.	$СВК = \sum_{i=1}^n B_i \cdot \chi_i$	Авторське включення різних видів фінансових ресурсів	Вважається менш точним через використання балансових значень у зв'язку з відсутністю врахування їх ринкових аналогів. Відсутній або прихований механізм врахування податкового навантаження	Можливо вільно використовувати для українських компаній
Кнейслер О.	$СВК = K_{з.а.} \frac{ЗА}{ЗА+ПА+ОБЛ+БК+НП} + K_{п.а.} \frac{ПА}{ЗА+ПА+ОБЛ+БК+НП} + K_{обл.} \frac{ОБЛ}{ЗА+ПА+ОБЛ+БК+НП} + K_{б.к.} \frac{БК}{ЗА+ПА+ОБЛ+БК+НП} + K_{н.п.} \frac{НП}{ЗА+ПА+ОБЛ+БК+НП}$	Детальне врахування кожного виду фінансового ресурсу та розрахунок його питомої ваги		
Чимшит С., Грабовський І., Прилепова М.	$WACC = \frac{FE + d}{AAC}$	Розрахунок балансовим методом		
Хумарова Н., Лайко О.	$WACC = d_{ВК} * V_{ВК} + d_{ПК} * V_{ПК} - d_{КЗ} * V_{КЗ}$	Врахування кредиторського зобов'язання		

*Сформовано автором на основі [1; 2; 3; 9; 17; 30; 31; 38; 40]

Порівнюючи з вітчизняним методом розрахунку середньозваженої вартості капіталу іноземний спосіб розрахунку підкреслює активну роль ринкових відносин, значення для розрахунку питомої ваги власного та позикового капіталу визначаються ринком, що зумовлено високим рівнем розвитку фінансових ринків за кордоном.

Більш ґрунтовний аналіз наведених вище методичних підходів до оцінки середньозваженої вартості капіталу передбачає проведення їх порівняльного аналізу за критеріями виявлення сильних, слабких сторін та особливостей впровадження і використання в Україні (табл. 2.1.)

Порівняльний аналіз методичних підходів до оцінки середньозваженої вартості капіталу виявив відсутність можливості використовувати методичні підходи зарубіжних авторів, для українських компаній, акції яких не мають вільного обігу на фондовому ринку. У свою чергу порівняльний аналіз вказує на низьку точність розрахованого за вітчизняним методом показника, через умову використання балансових значень.

Незважаючи на простий за математичною сутністю розрахунок, процес оцінювання середньозваженої вартості капіталу приховує значну кількість попередніх обчислень за умови, якщо вихідні данні для розрахунку відсутні.

Розраховуючи вартість при обчисленні середньозваженої вартості капіталу можна помітити такий недолік, як різниця підходів та чинних законодавств, а також різний рівень розвитку фінансових ринків в країнах. При визначенні вартості власного капіталу іноземними вченими необхідно звернути увагу на формулювання поняття вартості власного капіталу: «вартість власного капіталу - це річний прибуток, очікуваний акціонерами звичайних акцій у формі дивідендів і зростання курсу акцій» [1; 2; 3]. Головний акцент зосереджується на інтересах акціонерів та партнерів. Основою для розрахунку обирається вартість (ціна) самих акцій. Власники акцій, з плином часу, вимагають збільшення розміру дивідендів. Очікування майбутнього зростання дивідендів призводить до зростання ціни акцій. Іноземні науковці пояснюють вартість акцій як теперішню вартість майбутніх дивідендів, що очікуються інвесторами [1; 2; 3]. Вартість власного капіталу

виступає у ролі ставки дисконтування для визначення поточної вартості акцій. Іноземна практика, що функціонує в умовах високо розвинутих фондових ринків, дозволяє визначати вартість власного капіталу за допомогою ринково визначеною ціною на акцію компанії.

Вітчизняна практика щодо визначення вартості власного капіталу з плином часу зазнала значних змін. Погляд вітчизняних вчених набуває схожості з думкою зарубіжних колег, але до цього часу дана методика не є універсальним алгоритмом для теоретичного визначення вартості власного капіталу. Основною причиною цього все ще виступають ринки фінансових інститутів, які залишаються на невисокому рівні розвитку, та є недосконалими. Так, у своїй праці, яка присвячена визначенню вартості власного капіталу, Давидов О.І. наголошує, що вартість власного капіталу виступає: показником, що створений для узагальнення ціни власного капіталу та розглядує даний показник з двох сторін, з точки зору характеристики обсягу виплат, що підприємство повинно сплатити за власні фінансові ресурси, якими користується та рівня очікуваної дохідності інвесторів в власний капітал підприємства, трактуючи дану дохідність, як альтернативну вартість, майбутньої можливої дохідності інвесторів власного капіталу підприємства при аналогічному рівні ризику [13].

Представники організації АССА [1; 2; 3] зосереджується на практичному підході визначення вартості власного капіталу та пропонують два методи, за допомогою яких можна розрахувати необхідну для обчислення середньозваженої вартості капіталу вартість власного капіталу: модель оцінки дивідендів та зростання дивідендів. Розрахунок моделі оцінки дивідендів та зростання дивідендів (модель зростання Гордона) базується на зворотному обчисленні вартості власного капіталу за умови, що відома ціна акцій. Даний процес можливий завдяки тому, що дані моделі використовують для розрахунку ціни акцій вартість власного капіталу. Вчені з іноземної організації надають перевагу альтернативній моделі для визначення вартості власного капіталу, розрахунки за якою відрізняються від результатів, які можна знайти використовуючи модель оцінки дивідендів. Найчастіше вартість власного капіталу визначають саме за допомогою

моделі ціноутворення капітальних активів (англ. Capital Asset Pricing Model, CAPM).

Українські вчені у своїх дослідженнях розглядають та практично використовують всесвітньо відомі моделі та методи для розрахунку вартості власного капіталу, серед яких [1; 2; 3; 34]:

- модель оцінки капітальних активів (англ. Capital Asset Pricing Model, CAPM);
- модель зростання дивідендів (модель Гордона) (англ. Dividend growth model, DGV/ Gordon growth model);
- модель премії за акціонерний ризик (англ. Equity Risk Premium, ERP);
- модель теорії арбітражного ціноутворення (англ. Arbitrage Pricing Theory, АРТ);
- модель оцінки дивідендів (англ. Dividend valuation model, DVM).

Окрім зарубіжних моделей вітчизняні науковці для визначення вартості власного капіталу використовують моделі та методи, які більш адаптовані до українського фінансового ринку, а саме [13; 34]:

- модель прибутку на акцію;
- метод прямого розрахунку вартості власного капіталу;
- метод поелементної оцінки вартості власного капіталу.

Модель CAPM є найбільш популярною як серед зарубіжних науковців, так й серед вітчизняних вчених.

Визначення вартості елементів капіталу підприємства, що поділяються за критерієм власності, вважається важливим етапом при розрахунку середньозваженої вартості капіталу. Процес визначення вартості позикового капіталу, якщо використовувати дослівний переклад – вартість боргу, як для іноземних так і для вітчизняних вчених базується на поділі капіталу відповідно до характеру позикових коштів та розрахунку вартості окремих груп залученого капіталу. Важливу роль приділяють податковому навантаженню. Науковці з АССА наголошують на можливості розрахунку вартості позикового капіталу з врахуванням оподаткування та не враховуючи податкове навантаження. Вартість боргового капіталу для інвесторів має вагомніше значення без податкової складової,

в свою чергу позичальників цікавить значення вартості боргового капіталу з урахуванням сплати податків. Вчені відмічають наступну характеристику, що притаманна оплаті за використання позикових ресурсів. Відсотки враховуються у процесі оподаткування, що унеможливорює зіставлення позикового з власним капіталом. Виникає потреба у використанні податкового щита в процесі обчислення середньозваженої вартості капіталу [1; 2; 3].

Українська вчена Кнейслер О.В. висловлює думку про роль оподаткування при розрахунку вартості позикового капіталу: думку про роль оподаткування при розрахунку вартості позикового капіталу: за рахунок зменшення бази оподаткування на розмір відсотків, що виникають при користуванні позиковими коштами, реальна вартість позикового капіталу менша за відсоткову ставку, яка зазначена у кредитному договорі між підприємством та банківською установою [17]. Таким чином, іноземні та вітчизняні вчені розділяють думку про необхідність врахування оподаткування при визначенні вартості позикового капіталу.

Дослідивши теоретико-методичні основи оцінки фінансових ресурсів підприємств постає необхідність у проведенні практичних розрахунків середньозваженої вартості капіталу в умовах невизначеності.

2.2 Оцінка середньозваженої вартості капіталу в умовах невизначеності

Врахування в економічній діяльності суб'єктів господарювання умов невизначеності передбачає розрахунок фінансово-економічних ризиків, тому необхідно та доцільно визначити ризики, які передбачені при розрахунках показника середньозваженої вартості капіталу. Середньозважена вартість капіталу, яка розраховується шляхом врахування вартості кожного джерела капіталу враховує ризики при обчисленні цих елементів. Найбільшим ризиком під час оцінки WACC супроводжується розрахунок вартості власного капіталу. Так, інвестори найбільш вразливі до ризику, вкладаючи у власний капітал підприємства. Дрібні інвестори, що не мають впливової кількості акцій, позбавленні впливу на

керівництво процесів на підприємстві та несуть ризики за вкладеним капіталом. Так, показник вартості (прибутковості) власного капіталу підприємства складається з таких компонентів як: безризикова норма прибутку, премія за бізнес ризик та премія за фінансовий ризик.

Безризикова прибутковість відповідає за найнижчу норму прибутку, на яку розраховує інвестор при виборі напрямку для вкладення своїх коштів. Безризикова норма прибутку виступає базою, до якої додається премія за бізнес ризик, що характеризується середнім рівнем ризику. Розмір премії за бізнес ризик залежить від галузевих особливостей та характеристик проекту, в якій вкладають кошти. Залежно від галузі діловий ризик інвестора може відрізнятися, ризикованість проектів також відрізняється. Найризикованішим елементом, що формує вартість власного капіталу, виступає премія за фінансовий ризик. Високий рівень заборгованості пояснює високий рівень премії за фінансовий ризик. Вища вартість власного капіталу зумовлена вищою премією за ризик. Фінансовий ризик, що формує премію за даний вид ризику збільшується для звичайних акціонерів за умови збільшення структури компанії [1; 2; 3].

Активне використання показника середньозваженої вартості капіталу в аналітиці корпоративних фінансів зумовлює використання на практиці двох форм її розрахунку: традиційної (звичайної) та нетрадиційної (незвичайної) середньозваженої вартості капіталу [8]. В традиційній середньозваженій вартості капіталу позиковий капітал та податковий щит, які дозволяють врахувати аспекти оподаткування при обчислення вартості позикового капіталу, не несуть ризикової складової.

Нетрадиційна середньозважена вартість капіталу розраховується для дисконтування одиночного періоду грошових потоків капіталу (англ. «capital cash flow» - CCF) [8] та враховує ризик в таких елементах, як позиковий капітал та податковий щит. На відміну від нетрадиційної, традиційна середньозважена вартість капіталу дисконтується з вільним грошовим потоком (англ. «free cash flow» - FCF) та може мати безризиковий позиковий капітал та ризикований податковий щит.

Вартість позикового капіталу може спричиняти появу систематичного ризику для інвестора: шляхом збільшення позикового капіталу збільшується кредитне плече при розрахунку фінансового важеля. Вартість капіталу підприємства потрібно коригувати на ризик дефолту, також коригування слід зробити враховуючи вплив фінансового левериджу, який впливає на систематичний ризик [4]. Вартість власного капіталу виступає, як один із елементів, який містить найбільшу різноманітність ризиків та використовується для розрахунку середньозваженої вартості капіталу. Найбільш популярною в світовій практиці при визначенні вартості власного капіталу є модель ціноутворення на капітальні активи (англ. «Capital Asset Pricing Model» – CAPM). Дана модель дозволяє проаналізувати ризики цінних паперів, рівноважні ринкові курси, прибутковність цінних паперів, що залежить від курсу акцій.

Відповідно до моделі CAPM вартість власного капіталу визначається за формулою:

$$R_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) \quad (2.8)$$

де R_e – вартість власного капіталу;

R_f – безризикова ставка дохідності на ринку;

R_m – очікувана дохідність ринкового портфелю інвестицій (ринкова дохідність);

β – бета-коефіцієнт

Роль безризикової ставки дохідності під час розрахунку виконує ставка за цінними паперами державної емісії, в основному таку роль виконують облігації державної позики. Безризикова ставка дохідності умовно не має ризику на відміну від інших елементів моделі ціноутворення капітальних активів.

Розмір ринкової премії за ризик відображається у формулі знаходження вартості власного капіталу як $(R_m - R_f)$ та характеризує обсяг, на який відбувається перевищення очікуваної ринкової дохідності над безризиковою ставкою на ринку. Розмір ринкова премія помножена на коефіцієнт бета визначає розмір премії за

систематичний інвестиційний ризик. Ринковий ризик виступає альтернативною назвою для систематичного ризику, який пов'язаний зі змінами ринкової діяльності, даний ризик неможливо диверсифікувати. В цілому вважається, що ринковий ризик, відноситься до середнього за розміром ризику. Загальний обсяг акцій на фондовому ринку у сумарній кількості будуть мати очікуваний прибуток, що має особливість змінюватися на величину ринкового (або систематичного) ризику. Даний вид ризику може вказувати на роботу ринку незалежно від його позитивного чи негативного рівня [1; 2; 3]. Бета-коефіцієнт виступає останньою складовою для розрахунку вартості власного капіталу за допомогою моделі ціноутворення капітальних активів та «вимірює волатильність акції з точки зору ринкового ризику» [1; 2; 3]. Бета-коефіцієнт характеризує інструмент, який вимірює систематичний ризик у моделі CAPM та дозволяє визначити який вплив систематичний ризик спричиняє на необхідну прибутковість акцій. Систематичний ризик вимірюється відносно ринкового портфелю, зростання та спад ціни на акцію у два рази відносно ринкової показує бета-коефіцієнт з значенням 2, а зміна ціни на половину ринкової ставки має значення бета-коефіцієнту 0,5 [1; 2; 3]. Систематичний ризик портфеля інвестора відмінний від систематичного ризику ринку в цілому, зв'язок між даними ризиками можна виміряти за допомогою бета-коефіцієнта для портфелю. Цінні папери у портфелі зважуються з врахуванням долі кожного паперу у портфелі, що формує бета-коефіцієнт для портфеля [1; 2; 3].

Дослідивши методичні основи оцінки фінансових ресурсів та розрахунок середньозваженої вартості капіталу в умовах невизначеності для врахування досліджуваних умов невизначеності у процесі оцінки фінансових ресурсів виникає необхідність оцінити на прикладі підприємстві АТ НАК «Нафтогаз України» формування фінансових ресурсів в умовах невизначеності.

РОЗДІЛ 3 ОЦІНКА ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ В УМОВАХ НЕВИЗНАЧЕНОСТІ НА ПРИКЛАДІ АТ НАК «НАФТОГАЗ УКРАЇНИ»

3.1 Структурно-динамічний аналіз фінансових ресурсів на підприємстві АТ НАК «Нафтогаз України»

В даному дослідженні проведемо аналіз формування фінансових ресурсів підприємства на прикладі акціонерного товариства "Національна акціонерна компанія “Нафтогаз України”. Дане підприємство є провідним підприємством паливно – енергетичного комплексу, однією з найбільших компаній України. Акціонерне товариство НАК «Нафтогаз України» знаходиться в державній власності і є стратегічно важливим для України, оскільки є найбільшою компанією з видобутку, розподілу та торгівлі природного газу в країні. Так, у 2020 році підприємство видобуло 13,4 млрд кубометрів газу» [7].

АТ НАК «Нафтогаз України» є нафтогазовою компанією з вертикально-інтегрованою структурою, що має виробничі потужності для виконання повного циклу операцій з пошуку та розробки родовищ до моменту споживання скрапленого та природного газу споживачами. Для здійснення даного циклу компанія виконує буріння експлуатаційного та розвідувального характеру, транспортує та зберігає видобуті природні ресурси. Безперервний транзит газу АТ НАК «Нафтогаз України» здійснює не лише на території України а й для Європейських країн. Для забезпечення повного циклу у нафтогазовій галузі функціонують газопереробні заводи, підприємство налічує п'ять таких заводів. Фірмова мережа автозаправок забезпечує нафтогазові підприємства продукцією роздрібних покупців [27].

АТ НАК «Нафтогаз України» опікується зберіганням газу на території Євросоюзу у найбільших його сховищах. Завдяки виробничим потужностям компанія надає газопостачання забезпечене надійними та небезпечними умовами. Підприємство виконує свої зобов'язання перед клієнтами в умовах ринкової економіки, російської агресії та екологічної трансформації [27].

Рейтингове агентство «Fitch Ratings» надає АТ НАК «Нафтогаз України» оцінку кредитного профілю (SCP) на рівні «В-», обґрунтовуючи даний рейтинг нестабільністю операцій компанії, що відбулась після підвищення цін на газ [7].

Аналіз формування фінансових ресурсів АТ НАК «Нафтогаз України» в рамках даного дослідження здійснюватимемо на основі фінансової звітності підприємства за 2016-2021 роки (рис.3.1). В роботі використано вітчизняний та іноземний підхід класифікаційного поділу фінансових ресурсів для їх структурно-динамічного аналізу.

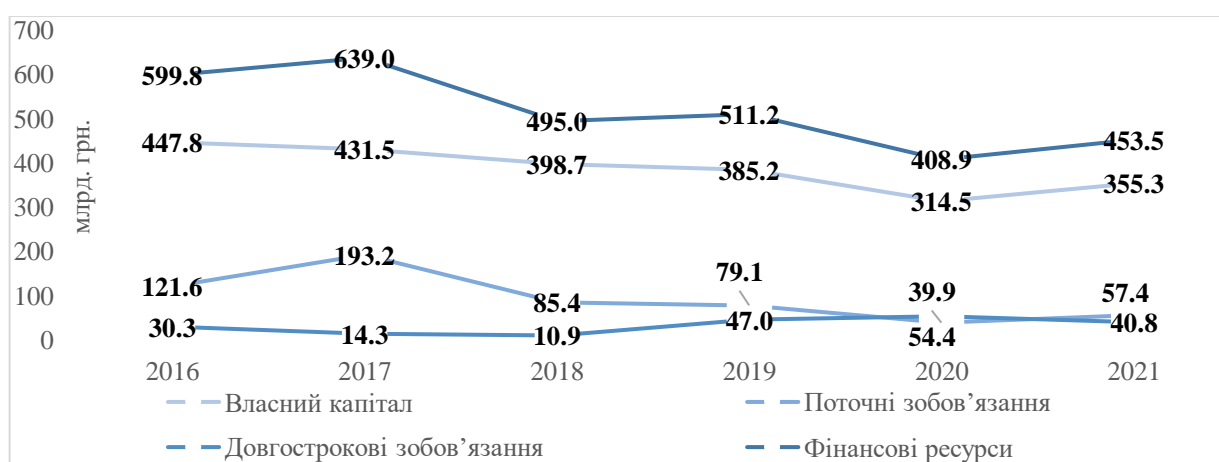


Рисунок 3.1 – Структурно-динамічний аналіз фінансових ресурсів АТ НАК «Нафтогаз України», млрд. грн

*Сформовано автором на основі [26]

Обсяг фінансових ресурсів на підприємстві «Нафтогаз України» в досліджуваній період зменшився на 24,4%, що у грошовому вимірі становить 146,3 млрд. грн. Спад ресурсів до 2021 року відбувався за коливаючим характером (рис. 3.1), спочатку збільшуючись на 3,3%-6,5%, а вже в послідуєчому році зменшуючись на 20%-22,5%. Останній досліджуваний рік показав позитивне збільшення фінансових ресурсів компанії на 10,9% або 44,6 млрд. грн. у порівнянні з попереднім роком.



Рисунок 3.2 – Структурно-динамічний аналіз власного капіталу АТ НАК «Нафтогаз України», млрд. грн.

*Сформовано автором на основі [26]

Аналіз складових власного капіталу допоможе зрозуміти природу та наслідки даного зниження обсягу фінансових ресурсів. Власний капітал зазнав поступового спаду (рис. 3.1; рис. 3.2), відбулось незначне зменшення у розмірі 3,4%-7,6% протягом кожного з трьох років з 2017-2019 рр, що спричинило спад майже на 15%. За останній досліджуваний 2020 рік обсяг власного капіталу зменшився на 18,3%. Після стрімкого зменшення відбувається довгоочікуване зростання, яке сягнуло майже 13%. Загальне скорочення обсягу стало 92,5 млрд. грн, що у відсотковому співвідношенні становить 20,7%.

Детальний аналіз зменшення обсягу власного капіталу дозволяє зрозуміти, що зменшення відбувається за рахунок зменшення капіталу у дооцінках, що вказує на проблему АТ НАК «Нафтогаз України» з необоротними активами, а саме основними засобами, нематеріальними активами та фінансовими інструментами, що характеризую вибуття зазначених активів, та/або зменшення корисності, що вони несуть.

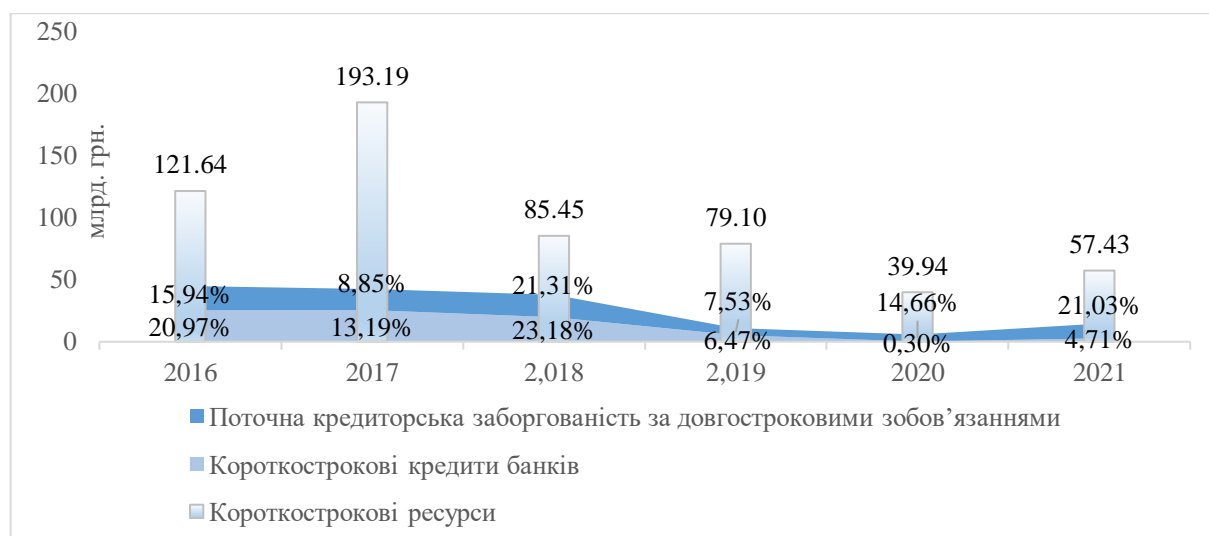


Рисунок 3.3 – Структурно-динамічний аналіз короткострокових зобов'язань АТ НАК «Нафтогаз України», млрд. грн.

*Сформовано автором на основі [26]

Поточні зобов'язання також мають загальну тенденцію до спаду (рис. 3.3), при цьому зменшення обсягів фінансових ресурсів відбуваються зі значними коливаннями: збільшення у 2017 році - на 58,8% та стрімке зменшення обсягів у 2018 році на 55,8%. Досліджувані обсяги короткострокових ресурсів у 2019 році характеризувались незначним зменшенням - на 7,4 %, - на відміну від наступних 2020-2021 років, де коливання зменшення та збільшення обсягів стали 49,5% та 43,8% відповідно. Загальний спад короткострокових фінансових ресурсів, які представлені поточними зобов'язаннями, став 52,8%, що у грошовому еквіваленті складає відповідно 64,2 млрд. грн.

Ключова частина поточних зобов'язань в рамках дослідження фінансових ресурсів підприємства полягає у короткострокових кредитах банків та поточній кредиторській заборгованості за довгостроковими зобов'язаннями. Зменшення обсягу даних ключових елементів лежить у основі спаду обсягів короткострокових зобов'язань.

Обсяг довгострокових залучених фінансових ресурсів навпаки зазнав збільшення та становить на 10,5 млрд. грн. більше ніж на початку досліджуваного періоду у 2016 році. Перші три роки, тенденція мала спадний характер (рис. 3.4),

тобто довгострокові зобов'язання зменшились на 76,6%. Ситуація змінилась після випуску у 2019 році компанією «Нафтогаз України» облігацій участі в кредиті, як одної з форм єврооблігацій. Поява небанківських позик збільшила обсяг довгострокових фінансових ресурсів у 4,3 рази, або на 36 млрд. грн. у порівнянні з попереднім 2018 роком. Наступний досліджуваний 2020 рік мав максимальне значення обсягу довгострокових залучених ресурсів, після якого відбувся спад на 25%.

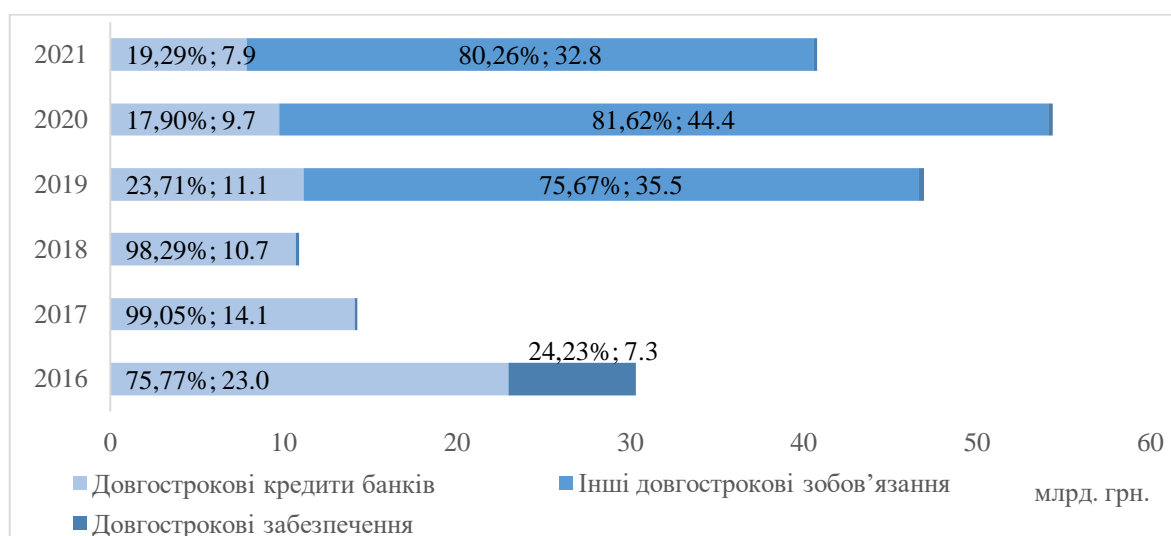


Рисунок 3.4 – Структурно-динамічний аналіз довгострокових зобов'язань АТ НАК «Нафтогаз України», млрд. грн.

*Сформовано автором на основі [26]

Залучення довгострокових єврооблігацій значно змінило структуру довгострокових залучених фінансових ресурсів, та склало від 75,7% до 81,6% загального обсягу довгострокових зобов'язань протягом 2019-2021 років.

Структура фінансових ресурсів в цілому (рис. 3.4) містить переважну частину власного капіталу, який займає від 67,5 до 80,5 відсотків, у 2017 та 2018 роках відповідно. Мінімальний показник питомої ваги власного капіталу відмічений у 2017 році, також у даному році було зафіксовано максимальне значення частки поточних зобов'язань, що становить 30,2%. Мінімальний показник питомої ваги поточних зобов'язань - 9,8% - відмічений у 2020 році, при цьому за

три досліджуваних роки частка даних зобов'язань мала тенденцію до зменшення. Частка, яку займає у обсязі фінансових ресурсів довгострокові зобов'язання, коливається в межах від 13,3% до 2,2% у 2020 та 2017 роках відповідно.

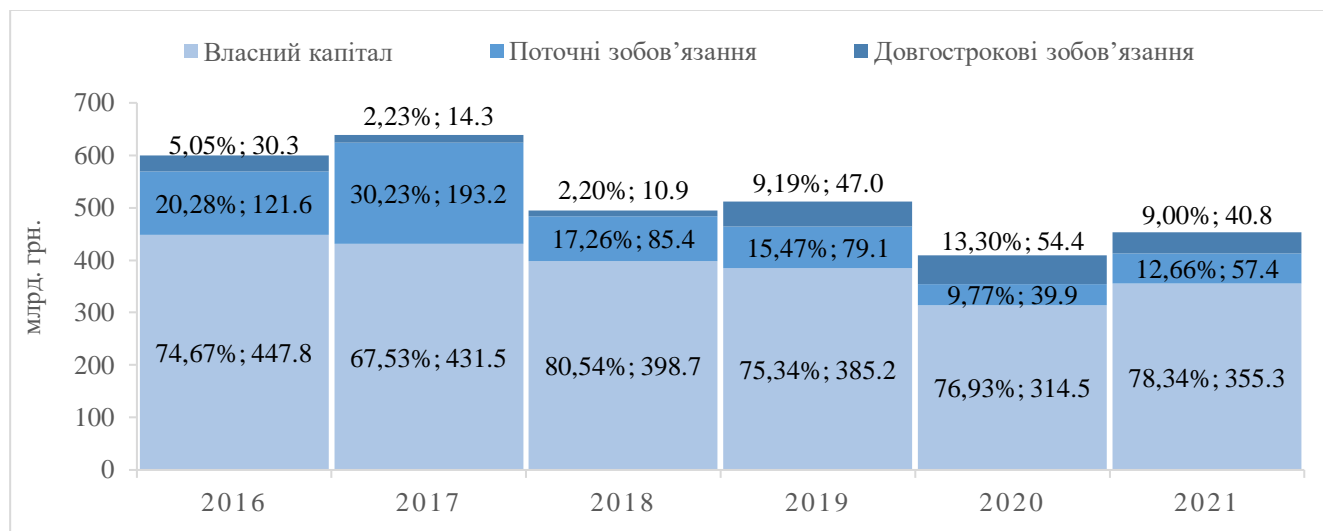


Рисунок 3.5 – Аналіз структурно-динамічних змін обсягу фінансових ресурсів АТ НАК «Нафтогаз України» млрд. грн

*Сформовано автором на основі [26]

Аналіз фінансових ресурсів, що розподіленні за класифікацією іноземних вчених (табл. 3.1) на довгострокові та короткострокові ресурси, має схожий характер з поділом вітчизняних вчених, завдяки аналогічним складовим.

Довгострокові фінансові ресурси складають значну частину питомої ваги у загальному обсязі фінансових ресурсів, дане значення коливається у межах від 82,6 % до 97,6 % у 2016 та 2020 роках відповідно. Значення питомої ваги довгострокових фінансових ресурсів протягом п'яти років зростало, при цьому у перші три роки дане зростання відбувалось за рахунок акціонерного капіталу, що вказує на загальне зменшення обсягу довгострокових зобов'язань та фінансових ресурсів у цілому за рахунок незмінного значення акціонерного капіталу.

Короткострокові зобов'язання у свою чергу займають лише від 17,4 до 2,39% загального обсягу фінансових ресурсів. Ключову частину досліджуваних ресурсів займають банківські позики (2016-2019 роки), поточна заборгованість за

довгостроковими позиками (2019-2020 роки) та короткострокові небанківські позики представлені єврооблігаціями.

Таблиця 3.1 – Обсяг позикових фінансових ресурсів АТ НАК «Нафтогаз України», млн. грн.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Всього фінансових ресурсів	258 022,4	246 854,3	238 873,0	247 907,7	250 256,1	245 550,1
Короткострокові ресурси	44 900,3	42 586,5	38 015,2	11 077,2	5 978,3	14 777,4
- банківські позики	24 889,0	25 009,8	19 331,9	4 800	–	2 600
- поточна заборгованість за довгостроковими позиками та облігаціями	19 388,3	17 101,9	18 208,2	5 000	4 616,3	1716,2
- нараховані відсотки	623,0	474,8	475,1	1 274,3	1 329,3	1 214,6
- незамортизований дисконт	–	–	–	–	–	-4,8
- небанківські позики (представлені єврооблігаціями)	–	–	–	–	–	9 138,2
- поточна зобов'язання за фінансовою орендою	–	–	–	2,9	32,7	113,2
Довгострокові ресурси	213 122,1	204 267,8	200 857,8	236 830,5	244 277,8	230 772,7
- акціонерний капітал	190 150,5	190 150,5	190 150,5	190 150,5	190 150,5	190 150,5
- банківські позики	22 971,6	14 117,3	10 707,3	11 137,7	9 735,7	7 869,8
- небанківські позики (єврооблігації)	–	–	–	35 631,2	44 453,1	32 192,7
- незамортизований дисконт	–	–	–	-93,1	-70,6	-41,1
- зобов'язання за фінансовою орендою	–	–	–	4,3	9,1	600,9

*Сформовано автором на основі [26]

Напрямок використання короткострокових фінансових ресурсів відповідає забезпеченню підприємство оборотнім капіталом та підтримання нормального операційного функціонування. Забезпечення обсягів довгострокових фінансових ресурсів у межах від 80% у структурі капіталу характеризує загальну націленість компанії на інвестиції в основні засоби, нові проекти та удосконалення власних технологій.

Проведення структурно-динамічного аналізу загальних обсягів фінансових ресурсів на підприємстві «Нафтогаз України» дозволило прийти до висновку про тривалий спад обсягів фінансових ресурсів за рахунок відтоку позикових коштів та зносу або вибуття основних засобів. Аналіз динаміки фінансових ресурсів за останні 2019-2021 роки вказує на правильну стратегію керівних структур компанії

щодо поступового залучення єврооблігацій. Це розширило можливості компанії щодо залучення фінансових ресурсів від іноземних інвесторів.

3.2 Аналітика середньозваженої вартості капіталу на прикладі АТ НАК «Нафтогаз України» в умовах невизначеності

Розрахунок середньозваженої вартості капіталу АТ НАК «Нафтогаз Україна» як державної компанії, яка працює задля добробуту громадян, яких можна вважати інвесторами компанії, є важливим для прийняття послідовних та об'єктивних рішень фінансовим менеджментом компанії в контексті розуміння рівня прибутковості, що приносить компанія.

Оцінка WACC здійснюватиметься в роботі поетапно: спочатку необхідно розрахувати вартість власного та позикового капіталу, а на фінальному етапі зважити частку кожного джерела фінансових ресурсів з його вартістю та визначити значення середньозваженої вартості капіталу.

На першому етапі розрахуємо вартість позикового капіталу, за допомогою даних фінансової звітності АТ НАК «Нафтогаз Україна» за 2016-2021 роки (табл.3.2).

Таблиця 3.2 – Середні ефективні відсоткові ставки і валюта позик
АТ НАК «Нафтогаз Україна», млрд. грн

		Долари США	Гривні	Євро	Всього позикового капіталу	Середньозважена вартість позикового капіталу
31 грудня 2016 року	%, річних	7,7	18,9			12,01
	Балансова вартість	41,75	26,13		67,87	
31 грудня 2017 року	%, річних	6,4	17,6	1,9		9,62
	Балансова вартість	25,56	20,55	10,59	56,70	
31 грудня 2018 року	%, річних	8,7	19,7	2,1		11,92
	Балансова вартість	14,41	21,78	12,54	48,72	
31 грудня 2019 року	%, річних	7,6	17,2	7,1		10,27
	Балансова вартість	24,51	16,90	16,34	57,75	
31 грудня 2020 року	%, річних	7,7	12,5	7,6		8,30
	Балансова вартість	30,65	7,90	21,51	60,06	
31 грудня 2021 року	%, річних	7,5	12,3	7,6		8,16
	Балансова вартість	28,46	7,07	19,16	54,69	

*Сформовано автором на основі [26]

Підприємством залучало позики у трьох валютах, доларах США, українських гривнях та євро. Визначити середній показник для всього обсягу позикового капіталу можна по рокам за допомогою середнього арифметичного зваженого значення суми добутків балансової вартості позик в різних валютах зважених на вартість позик у відповідних валютах, поділеного на загальний обсяг позикового капіталу.

На другому етапі розрахуємо вартість акціонерного капіталу, що виступає в ролі власного капіталу.

Неможливо розрахувати вартість власного капіталу АТ НАК «Нафтогаз Україна» за допомогою моделі CAPM та інших моделей, що передбачають розрахунок саме ринкової вартості власного капіталу через вагомні причини. По-перше, 100% акцій акціонерної компанії «Нафтогаз Україна» належить державі в особі суб'єкта управління об'єктами державної власності - Кабінету Міністрів України, відсутність вільного обігу акцій на фондовому ринку не дозволяє розрахувати такі складові CAPM моделі як бета-коефіцієнт власного капіталу, що базується на бета-коефіцієнті акції даної компанії. По-друге, інша вагома причина неможливості максимально точного розрахунку вартості капіталу ринковими методами полягає у низькому рівні розвитку фондового ринку, що має Україна.

Розрахунок вартості власного капіталу відбуватиметься балансовими методами. Розглянемо два підходи - вітчизняний та зарубіжний метод розрахунку на основі балансової вартості.

Модель прибутку на акцію допомагає розрахувати вартість власного капіталу використовуючи лише ті данні, що містять у відкритому доступу, як обов'язкові для розкриття підприємством (табл.3.3). Адаптований метод для компаній акції яких відсутні у вільному обігу наводить у своїх працях українська вчена: Так, знаходження вартості власного капіталу для даних компаній базується на методі прибутку на акцію. Спершу необхідно розрахувати показник прибутку на акцію, який можна знайти поділивши обсяг чистого прибутку на розмір середньорічної кількості простих акцій. Знайшовши показник прибутку на акцію можна

розрахувати шукану вартість власного капіталу поділивши даний показник на балансову вартість простих акцій [34].

Таблиця 3.3 Оцінка вартості власного капіталу на основі моделі прибутку на акцію для АТ НАК «Нафтогаз Україна»

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Чистий прибуток, тис.грн.	26 528 989	39 330 152	13 613 258	50 658 211	-18 001 701	13 051 509
Середньорічна кількість простих акцій, шт	190 150 481	190 150 481	190 150 481	190 150 481	190 150 481	190 150 481
Прибуток на акцію, тис.грн./шт	0,140	0,207	0,072	0,266	-0,095	0,069
Балансова вартість простих акцій, грн	1000	1000	1000	1000	1000	1000
Вартість власного капіталу	13,95%	20,68%	7,16%	26,64%	-9,47%	6,86%

*Сформовано автором на основі [26]

Зарубіжні вчені незважаючи на перевагу, що віддають ринковому способу розрахунку вартості власного капіталу, наводять метод за яким можна розрахувати шукану вартість використовуючи балансову вартість. Альтернативою для моделі CAPM або оцінки дивідендів при розрахунку вартості власного капіталу виступає балансовий спосіб розрахунку, побудований на основі моделі оцінки дивідендів. Розрахунок за даним методом передбачає знаходження частки розміру річних дивідендів у суми акціонерного капіталу та резерву [1; 2]. Дані за 2020-2021 рік відсутні, через не виплату дивідендів у зв'язку зі збитком, що понесла компанія у 2020 році.

Таблиця 3.4 Оцінка вартості власного капіталу на основі моделі оцінки дивідендів для АТ НАК «Нафтогаз Україна», тис.грн.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Балансова вартість акціонерного капіталу	190 150 481	190 150 481	190 150 481	190 150 481	190 150 481	190 150 481
Резервний капітал	1 424 224	2 750 674	4 717 181	5 397 844	7 930 755	7 930 755
Річні дивіденди	13 264 898	29 498 044	4 084 432	15 196 826	0	0
Вартість власного капіталу	6,92%	15,29%	2,10%	7,77%	0%	0%

*Сформовано автором на основі [26]

На третьому етапі розрахуємо безпосередньо показник середньозваженої вартості капіталу, двома методами використовуючи вартість власного капіталу вираховану вітчизняним та зарубіжним методом.

Проведемо розрахунок показника середньозваженої вартості капіталу за допомогою формули 1.4, етапи розрахунку відображені у таблиці 3.5. Обсяг власного капіталу представлений акціонерним та разом з позиковим коштами є відомими величинами. Вартість та обсяг позикових коштів розрахований та наведений у таблиці 3.2. Вартість власного капіталу розрахована у таблиці 3.3 за вітчизняним методом на основі моделі прибутку на акцію. Загальний обсяг ресурсів розрахований шляхом додавання власного та позикового капіталу. Питома частка акціонерного та позикового капіталу розрахована, за допомогою ділення обсягу даного капіталу на загальний розмір фінансових ресурсів. Середньозважена вартість капіталу за результатами розрахунків становить 22,8% та -5,2% максимум та мінімум відповідно, що говорить про нестабільну роботу компанії. І дає можливість зробити висновки про наявність незадовільних результатів у досліджуваному періоді.

Таблиця 3.5 Оцінка середньозваженої вартості капіталу АТ НАК «Нафтогаз Україна» на основі моделі оцінки прибутку на акцію для визначення вартості власного капіталу, тис.грн.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Вартість власного капіталу	0,1395	0,2068	0,0716	0,2664	-0,0947	0,0686
Обсяг акціонерного капіталу, тис. грн	190 150 481	190 150 481	190 150 481	190 150 481	190 150 481	190 150 481
Питома частка акціонерного капіталу	0,7370	0,7703	0,7960	0,7670	0,7600	0,7766
Вартість позикового капіталу	0,1201	0,0962	0,1192	0,1027	0,0830	0,0816
Обсяг позикового капіталу	67 871 871	56 703 815	48 722 499	57 750 010	60 063 774	54 685 569
Питома частка позикового капіталу	0,2630	0,2297	0,2040	0,2330	0,2400	0,2234
Загальний обсяг фінансових ресурсів	258 022 352	246 854 296	238 872 980	247 900 491	250 214 255	244 836 050
Середньозважена вартість капіталу (WACC)	0,1344	0,1814	0,0813	0,2283	-0,0520	0,0715
Середньозважена вартість капіталу (WACC), %	13,44%	18,14%	8,13%	22,83%	-5,2%	7,15%

*Сформовано автором на основі [26]

Розрахунок середньозваженої вартості капіталу зарубіжним методом (модель оцінки дивідендів для визначення вартості власних ресурсів) проводився на основі формули 1.1, без врахування податкового щита. Алгоритм дій аналогічний з попереднім розрахунком. Дані для вартості та обсягу власного капіталу наведені в таблиці 3.4 та розраховані з врахуванням резервного капіталу.

Проведені розрахунки середньозваженої вартості капіталу (табл.3.6) дозволили зробити наступні висновки: максимальне значення показника становить 14%, мінімальне у свою чергу – 1,76%. Суттєвий розмір коливань, як і в попередньому розрахунку говорить про нестабільну роботу підприємства.

Таблиця 3.6 Оцінка середньозваженої вартості капіталу АТ НАК «Нафтогаз Україна» на основі моделі оцінки дивідендів для визначення вартості власного капіталу, тис.грн.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Вартість власного капіталу	0,0692	0,1529	0,0210	0,0777	0	0
<i>Балансова вартість акціонерного капіталу</i>	<i>190 150</i> 481	<i>190 150</i> 481	<i>190 150</i> 481	<i>190 150</i> 481	<i>190 150</i> 481	<i>190 150</i> 481
<i>Резервний капітал</i>	<i>1 424 224</i>	<i>2 750 674</i>	<i>4 717 181</i>	<i>5 397 844</i>	<i>7 930 755</i>	<i>7 930 755</i>
<i>Обсяг акціонерного капіталу</i>	<i>191 574</i> 705	<i>192 901</i> 155	<i>194 867</i> 662	<i>195 548</i> 325	<i>198 081</i> 236	<i>198 081</i> 236
Питома частка акціонерного капіталу	0,7384	0,7728	0,8000	0,7720	0,7673	0,7837
Вартість позикового капіталу	0,1201	0,0962	0,1192	0,1027	0,0830	0,0816
<i>Обсяг позикового капіталу</i>	<i>67 871 871</i>	<i>56 703 815</i>	<i>48 722 499</i>	<i>57 750 010</i>	<i>60 063 774</i>	<i>54 685 569</i>
Питома частка позикового капіталу	0,2616	0,2272	0,2000	0,2280	0,2327	0,2163
<i>Загальний обсяг фінансових ресурсів</i>	<i>259 446</i> 576	<i>249 604</i> 970	<i>243 590</i> 161	<i>253 298</i> 335	<i>258 145</i> 010	<i>252 766</i> 805
Середньозважена вартість капіталу (WACC)	0,0825	0,1400	0,0406	0,0834	0,0193	0,0176
Середньозважена вартість капіталу (WACC), %	8,25%	14%	4,06%	8,34%	1,93%	1,76%

*Сформовано автором на основі [26]

Розрахуємо середньозважену вартість капіталу з урахуванням податкового щита на основі ефективної ставки податку. Дана ставка існує завдяки врахуванню чистого відстроченого податкового активу, який впливає на розмір податку, що необхідно безпосередньо сплатити до бюджету. Дана ставка буде обчислена для всіх досліджуваних років окрім 2016 року, що передував 2015 збитковому року за

рахунок чого виник податковий кредит. Нормативна ставка у 18% буде використана у 2020 році, за рахунок збитків понесених у даний період. Ефективна ставка обчислюється як частка сплаченого до бюджету податку на прибуток у фінансовому результаті до оподаткування. Дані для розрахунку середньозваженої вартості капіталу неведені у таблицях 3.5 та 3.6, для розрахунку ефективної ставки взяті з фінансової звітності АТ НАК «Нафтогаз Україна» (форма 2 Звіт про фінансові результати).

Таблиця 3.7 Оцінка середньозваженої вартості капіталу з урахуванням податкового щита для АТ НАК «Нафтогаз Україна» на основі моделі оцінки дивідендів та оцінки прибутку на акцію для визначення вартості власного капіталу, тис.грн

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Сплачений до бюджету податок на прибуток	2 630 000	-11 956 294	-4 597 762	-13 877 882	-5 382 381	-2 660 668
Фінансовий результат до оподаткування	23 898 989	51 286 446	18 211 020	64 536 093	-12 619 320	15 712 177
Ефективна податкова ставка	18%	23,31%	25,25%	21,50%	18%	16,93%
Вітчизняний метод						
Вартість власного капіталу	13,95%	20,68%	7,16%	26,64%	-9,47%	6,86%
Питома частка акціонерного капіталу	73,70%	77,03%	79,60%	76,70%	76,00%	77,66%
Вартість позикового капіталу	12,01%	9,62%	11,92%	10,27%	8,30%	8,16%
Питома частка позикового капіталу	26,30%	22,97%	20,40%	23,30%	24,00%	22,34%
Середньозважена вартість капіталу (WACC)	12,87%	17,63%	7,52%	22,31%	-5,56%	6,84%
Зарубіжний метод						
Вартість власного капіталу	6,92%	15,29%	2,10%	7,77%	0,00%	0,00%
Питома частка акціонерного капіталу	73,84%	77,28%	80,00%	77,20%	76,73%	78,37%
Вартість позикового капіталу	12,01%	9,62%	11,92%	10,27%	8,30%	8,16%
Питома частка позикового капіталу	26,16%	22,72%	20,00%	22,80%	23,27%	21,63%
Середньозважена вартість капіталу (WACC)	7,69%	13,49%	3,46%	7,84%	1,58%	1,47%

*Сформовано автором на основі [26]

Врахування податкового щита зменшує значення розрахованого показника середньозваженої вартості капіталу (WACC), на 0,6% максимально у 2018 році.

Розрахувавши середньозваженої вартості капіталу (WACC) для АТ НАК

«Нафтогаз Україна» можна зробити наступні висновки: метод побудований на основі моделі оцінки прибутку на акцію для визначення вартості власного капіталу показує більшу вартість фінансових ресурсів на відміну від методу в основі якого лежить модель оцінки дивідендів. Результати за двома методами мають коливаючий характер завдяки розміру фінансових результатів, який прямо або опосередковано бере участь у розрахунках даних методів. Дане коливання, вказує на нестабільну роботу компанії.

Розрахунок за методом, що побудований на основі моделі оцінки прибутку на акцію для визначення вартості власного капіталу вказує на більший розмір вартості фінансових ресурсів, що має занепокоїти керівництво компанії та спрямувати його в напрямку мінімізації. В свою чергу для інвесторів більше значення середньозваженої вартості капіталу являється більш привабливим, в той час інвестор повинен бути занепокоєним коливаючим характером досліджуваного показника та приділити особливу вагу від'ємному значенню у 2020 році.

Враховуючи переваги та недоліки досліджуваних методів, які побудовані на основі оцінці прибутку на акцію та оцінці дивідендів автори не можуть рекомендувати використовувати дані методи для практичних цілей, через використання балансової вартості власного та позикового капіталу з причини низької практичної цінності, оскільки вони не базуються на фактичній прибутковості, яку вимагають інвестори.

ВИСНОВОК

Кваліфікаційна робота присвячена дослідженню особливостей формування фінансових ресурсів підприємств в умовах невизначеності. За результатами дослідження можна зробити наступні висновки. Дослідивши вітчизняний погляд на фінансові ресурси сформована думка про трактування фінансових ресурсів як ліквідних активів, призначення яких полягає у виконанні фінансових зобов'язань, здійсненні поточних витрат та забезпеченні безперервного розширеного відтворення підприємства.

При дослідженні зарубіжного погляду на формування фінансових ресурсів було виділено короткострокові та довгострокові ресурси за критерієм тривалості використання коштів. В роботі визначені напрямки за якими короткострокові ресурси відповідають за фінансування оборотних активів, забезпечують звичайну діяльність підприємства, а довгострокові – за фінансування необоротних активів.

Розглянувши особливості формування фінансових ресурсів в умовах невизначеності необхідно наголосити на факторах, які мають вплив на діяльність підприємства з зовнішнього середовища та формують ключові невизначеності. Даний зовнішньо-економічний вплив лежить в основі формування ризику невизначеності, що загрожує формуванню фінансових ресурсів з неоптимальною структурою. Для дослідження було обрано мінімізацію оцінки вартості фінансових ресурсів підприємства на основі методу середньозваженої вартості капіталу як критерія оптимізації структури фінансових ресурсів.

Дослідження методичних основ оцінки фінансових ресурсів в умовах невизначеності показало, що вітчизняний та зарубіжний підхід мають свої недоліки. Порівняльний аналіз виявив відсутність можливості використовувати методичні підходи зарубіжних авторів, для українських компаній, акції яких не мають вільного обігу на фондовому ринку. У свою чергу порівняльний аналіз вказує на низьку точність розрахованого за вітчизняним методом показника, через умову використання балансових значень. Методичні підходи вітчизняних вчених

вважаються менш точними у порівнянні з підходами зарубіжних вчених.

Врахування умов невизначеності при розрахунку показника середньозваженої вартості капіталу відбувається шляхом врахування ризиків, що несе в собі вартість власного капіталу, як елемент середньозваженої вартості капіталу. Вартість власного капіталу містить для інвесторів такі види ризику як: премія за фінансовий ризик, безризикова норма прибутку, премія за бізнес ризик. Розрахувати вартість власного капіталу можна за допомогою моделі ціноутворення на капітальні активи, яка в свою чергу враховує безризикову ставку дохідності та систематичний ризик.

В результаті проведеного аналізу оцінки формування фінансових ресурсів підприємства АТ НАК «Нафтогаз України» за 2016-2021 роки можна зробити висновки про зниження обсягів фінансових ресурсів за рахунок відтоку позикових коштів та зносу або вибуття основних засобів. При цьому спостерігається забезпечення обсягами довгострокових фінансових ресурсів у межах від 80% у структурі капіталу підприємства, що у свою чергу характеризує загальну націленість компанії на інвестиції в основні засоби, нові проекти та удосконалення власних технологій. Детальний аналіз структури фінансових ресурсів вказує на правильну стратегію керівних структур компанії щодо поступового залучення єврооблігацій протягом останніх 2019-2021 років, Це розширяє можливості компанії щодо залучення фінансових ресурсів від іноземних інвесторів.

Оцінювання середньозваженої вартості капіталу для підприємства АТ НАК «Нафтогаз України» відбувався на основі балансової вартості власного та позикового капіталу. Балансовий метод був зумовлений низьким рівнем розвитку фондового ринку України та відсутністю вільного обігу акцій компанії на даному ринку. Врахування умов невизначеності при розрахунку середньозваженої вартості капіталу для компанії «Нафтогаз України» недоцільно через використання балансової вартості, розрахунок за допомогою якої має низьку практичну цінність, оскільки не базується на фактичній прибутковості, яку вимагають інвестори.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. ACCA F9. Financial Management. Study Text. Emile Woolf Publishing Limited 2010
URL: https://zbook.org/read/136aac_f9-study-text-financial-management-acca.html
2. ACCA F9. Financial Management. Study Text. Emile Woolf Publishing Limited 2013
URL::
https://www.academia.edu/35892046/ACCA_F9_Financial_Management_Publishing_Study_Text
3. ACCA F9. Financial Management. Study Text. For exams in 2018
4. Clere, Roland, After Modigliani, Miller and Hamada; A New Way to Estimate Cost of Capital? (Après Modigliani, Miller et Hamada: une nouvelle façon d'estimer le coût du capital?) (November 23, 2016). Available at S: <https://ssrn.com/abstract=2868702> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2868702>
5. Farber, Andre and Gillet, Roland L. and Szafarz, Ariane, A General Formula for the Wacc. International Journal of Business, Vol. 11, No. 2, 2006, Available at URL: <https://ssrn.com/abstract=898420>
6. Fernandez, Pablo, WACC: definición, interpretaciones equivocadas y errores (WACC: Definition and Errors) (February 13, 2016). Available at URL: <https://ssrn.com/abstract=1633408> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1633408>
7. Fitch переглядає прогноз "Нафтогазу" щодо суверенних дій на "Стабільний"; Підтверджує на "В"[Електронний ресурс] – Режим доступу <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/fitch-revises-naftogaz-outlook-to-stable-on-sovereign-action-affirms-at-b-10-02-2022>
8. Tham, Joseph and Wonder, Nicholas X., The Non-Conventional Wacc with Risky Debt and Risky Tax Shield (December 2001). Available at URL:: <https://ssrn.com/abstract=292959> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.292959>
9. Velez-Pareja, Ignacio and Tham, Joseph, Market Value Calculation and the Solution of Circularity Between Value and the Weighted Average Cost of Capital WACC (A Note on the Weighted Average Cost of Capital WACC) (August 7, 2005). Revista de

Administração Mackenzie (RAM), Vol. 10, No. 6, November-December 2009, Available at URL: <https://ssrn.com/abstract=254587> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.254587>

- 10.Бланк І. О. Фінансовий менеджмент / І. О. Бланк. – К. : Ельга, 2008. – 722 с
- 11.Василик О. Д. Теорія фінансів : підручник / О. Д. Василик. – К. : НІОС, 2005. – 416 с.
12. Гудзь О. Є. Фінансові ресурси сільськогосподарських підприємств : монографія / О. Є. Гудзь. – К. : ННЦ ІАЕ, 2007. – 578 с.
- 13.Давидов О. І. Визначення вартості власного капіталу під час оцінки вартості підприємств / О. І. Давидов // Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія : Економіка і менеджмент. - 2017. - Вип. 23(1). - С. 97-102. - Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Nvmgu_eim_2017_23%281%29__23
- 14.Домбровська С. О. Оптимізація структури капіталу підприємства в умовах невизначеності економічного середовища / Домбровська С. О. // Науковий погляд: економіка та управління, 2019. - № 1 (63). – С. 100 – 107 [Електронний ресурс]. – Режим доступу <http://biblio.umf.dp.ua/jspui/handle/123456789/3486>
- 15.Дорошенко А. П. Теоретико-методичні підходи до обґрунтування методів оптимізації структури капіталу підприємств / А. П. Дорошенко, О. О. Дорошенко, К. М. Гуркаєва// Ефективна економіка. – 2017. – № 4 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.economy. nauka.com.ua>.
- 16.Зятковський І. В. Фінанси підприємств : навч. посібник / І. В. Зятковський – 2-ге вид., перероб. і доп. – К. : Кондор, 2007. – 364 с
- 17.Кнейслер О. В. Фінансовий менеджмент: Підручник / О. В. Кнейслер, О. Р. Квасовський, О. Ю. Ніпіаліді, за ред. д-ра. екон. наук., професор Кнейслер О. В. – Тернопіль: Вид-во « Економічна думка», 2018. – 478 с.
- 18.Козачок І. А. Формування та управління ефективним використанням фінансових ресурсів підприємства / І. А. Козачок // Гуманітарний вісник ЗДІА. – 2011. – № 47. С. 227 – 283.
- 19.Кравченко О. О., Сипко М. Ю. Управління фінансовими ресурсами підприємства в умовах зростання невизначеності. Ефективна економіка. 2018. № 12. – URL:

<http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=6754>

20. Лайко П. А. Фінанси підприємств : підручник для студ. вузів/ П. А. Лайко, М. В. Мних. – К. : Знання України, 2007. – 428 с.
21. Лемківський Л. М. Управління капіталом підприємства / Л. М. Лемківський // Фінанси України. – 2012. – № 7. – С. 31-36.
22. Мельник. О. Особливості функціонування фінансових ресурсів в системі управління підприємством / О. Мельник // Галицький економічний вісник. 2012. — № 3(36). — С.108 – 116.
23. Мішина С. В. Організаційно-економічний механізм управління фінансовими ресурсами на підприємстві / С. В. Мішина – Харків : ХНЕУ, 2006. – 110 с.
24. Опарін В. М. Фінанси / В. М. Опарін. – 4-ге вид., без змін. – К.:КНЕУ, 2007. – 240 с.
25. Опарін В. М. Фінансові ресурси: проблеми визначення та розміщення / В. М. Опарін // Вісн. Нац. банку України. – 2000. – № 5. – С. 10-11.
26. Офіційний сайт АТ НАК «Нафтогаз України». Окрема фінансова звітність [Електронний ресурс] – Режим доступу https://www.naftogaz.com/for_investors
27. Офіційний сайт АТ НАК «Нафтогаз України». Про нас. [Електронний ресурс] – Режим доступу : <https://www.naftogaz.com/www/3/nakweb.nsf/0/3A25D65C2606A6C9C22570D800318869?OpenDocument>
28. Партин Г. Фінанси підприємств: Навчальний посібник/ Галина Партин, Анатолій Загородній,; М-во освіти і науки України, Нац. банк України, ЛБІ. - Львів: ЛБІ НБУ, 2008. -265 с
29. Петленко Ю. В. Фінансовий менеджмент [Текст] : навч. посібник / Ю. В. Петленко. – К. : Кондор, 2007. – 298 с.
30. Поддєрьогін А. М. Фінанси підприємств : підручник / [А. М. Поддєрьогін, М. Д. Білик, Л. Д. Буряк та ін.] ; під ред. А. М. Поддєрьогіна. ДВНЗ "Київ. нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана". - 8-е вид., переробл. та доповн. – К. : КНЕУ, 2013. – 519 с.
31. Поддєрьогін А. М.. Фінансовий менеджмент: Підручник / [Поддєрьогін. / А. М. Поддєрьогін, М. Д. Білик, Л. Д. Буряк, Н. Ю. Невмержицька, Я. І.

- Невмержицький]/ ред. проф. А. М; Київ. нац. екон. ун-т. - К., 2007— 533 с.
32. Розкриття інформації. Офіційний сайт АТ НАК «Нафтогаз України» [Електронний ресурс] - Режим доступу: <https://www.naftogaz.com/yearly-issuer-info>
33. Романенко О. Р. Фінанси 4-те вид./ О. Р. Романенко. – К.: ЦНЛ, 2009. – 312 с.
34. Савчук Т. В. Особливості розрахунку вартості власного капіталу публічних акціонерних товариств, акції яких не мають ринкової ціни / Т. В. Савчук // Науковий вісник Івано-Франківського національного технічного університету нафти і газу. - 2011. - № 1. - С. 117-125. - Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Nvif_2011_1_20.
35. Сіліна І.В., Хацер М.В. Управління фінансовим станом підприємства в кризових умовах. Економіка та держава. 2015. № 11. С. 85—88.
36. Стецюк П. А. Теорія та практика управління фінансовими ресурсами сільськогосподарських підприємств : монографія / П. А. Стецюк. – К. : ННЦ ІАЕ, 2008. – 386 с.
37. Філімоненков О. С. Фінанси підприємств : підручник / О. С. Філімоненков, Д. І. Дема. - К. : Алерта, 2009. - 496 с.
38. Хумарова Н.І., Лайко О.І. Теоретичні засади управління капіталізацією підприємства ECONOMICS: time realities №3(49), 2020 61-68 С. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://economics.net.ua/files/archive/2020/No3/61.pdf>
39. Чупіс А. В. Оцінка, аналіз, планування фінансового становища підприємства: науково- методичне видання / [Чупіс А. В., Корецький М. Х., Кашенко О. Л. та ін.] ; за ред. д.е.н., професора А. В. Чупіса. – Суми : Видавництво «Довкілля», 2006. – 404 с.
40. Чимшит С.І., Грабовський І.С., Прилепова М.О. Методичні аспекти та проблеми визначення вартості капіталу підприємства в вітчизняній практиці. Review of transport economics and management, 2019 вип. 2(18) 118 -129 С. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://pte.diit.edu.ua/article/view/190703/191562>

ДОДАТОК А Зведені показники звіту по фінансовий стан (балансу) за 2016-2021 рр. АТ НАК «Нафтогаз України»

Таблиця А.1 – Зведені показники звіту по фінансовий стан (балансу) за 2016-2021 рр. – Актив

		2016	2017	2018	2019	2020	2021
Актив	Код рядка	31 грудня 2016 року	31 грудня 2017 року	31 грудня 2018 року	31 грудня 2019 року	31 грудня 2020 року	31 грудня 2020 року
1	2	3	4	5	6	7	8
I. Необоротні активи							
Нематеріальні активи	1000	143 080	122 125	105 333	50 235	37 507	103 358
- первісна вартість	1001	250 499	258 570	213 344	153 175	129 468	203 665
- накопичена амортизація	1002	-107 419	-136 445	-108 011	-102 940	-91 961	-100 307
Незавершені капітальні інвестиції	1005	842 895	543 276	542 957	529 188	600 904	574 895
Основні засоби	1010	502 842	589 099	568 113	476 656	317 020	282 433
- первісна вартість	1011	596 638	780 164	816 454	734 196	749 757	756 124
- знос	1012	-76 583	-191 065	-248 341	-257 540	-432 737	-473 691
Довгострокові фінансові інвестиції:							
які обліковуються за методом участі в капіталі інших підприємств	1030	447 973 804	413 980 172	333 360 222	272 274 976	242 695 041	269 457 025
інші фінансові інвестиції	1035	103 257	103 257	103 257			
Довгострокова дебіторська заборгованість	1040	4 780 607	5 017 854	3 548 819	3 574 989	1 503 416	1 131 422
Відстрочені податкові активи	1045	2 630 000	725 546	2 994 141	5 120 363	221 416	468 919
Інші необоротні активи	1090	3 051 742	1 477 497	307 927	11 419	21 895 747	54 116 370
у тому числі з податку на прибуток	1090	1 317 274				6 106 093	
Усього за розділом I	1095	460 028 227	422 558 826	341 530 769	282 037 826	267 271 051	326 134 422

Продовження таблиці А.1

II. Оборотні активи							
Запаси	1100	59 450 068	74 353 275	81 992 435	83 327 766	59 550 203	22 089 849
Поточні біологічні активи	1110			-	-		
Дебіторська заборгованість за продукцію, товари, роботи, послуги	1125	54 719 178	57 474 372	56 270 681	63 488 316	25 583 035	60 417 229
Дебіторська заборгованість за розрахунками:	1130						
за виданими авансами		5 997 601	811 703	1 139 759	3 369 002	5 154 203	8 083 766
з бюджетом	1135	34 356	22 132	21 905	1 690 402	2 722 043	8 953 004
Поточна кредиторська заборгованість за розрахунками з учасниками	1140			-	-		3 197 925
Інша поточна дебіторська заборгованість	1155	1 100 019	1 241 886	959 792	980 847	2 363 043	2 325 564
Поточні фінансові інвестиції	1160	679 771				11 483 320	
Гроші та їх еквіваленти	1165	17 660 966	18 485 661	10 844 203	75 847 594	33 985 932	20 561 938
Витрати майбутніх періодів	1170	1 134	389 628	259 719	157 770	40 686	34 696
Інші оборотні активи	1190	121 143	63 609 159	2 006 411	341 337	701 265	4 930 381
у тому числі заборгованість по Арбітражному провадженню щодо транзиту газу	1190 (a)		57 125 342				
Усього за розділом II	1195	139 764 236	216 387 816	153 494 905	229 203 034	141 583 730	127 396 427
III. Необоротні активи, утримувані для продажу, та групи вибуття	1200			-	-		
Баланс	1300	599 792 463	638 970 691	495 025 674	511 240 860	408 854 781	453 530 849

Таблиця А.2 – Зведені показники звіту по фінансовий стан (балансу) за 2016-2021 рр. – Пасив

Пасив	Код рядка	31 грудня 2016 року	31 грудня 2017 року	31 грудня 2018 року	31 грудня 2019 року	31 грудня 2020 року	31 грудня 2020 року
1	2	3	4	5	6	7	8
I. Власний капітал							
Зареєстрований (пайовий) капітал	1400	190 150 481	190 150 481	190 150 481	190 150 481	190 150 481	190 150 481
Капітал у дооцінках	1405	322 676 150	296 420 839	256 739 107	216 302 443	43 513 572	106 216 615
Додатковий капітал	1410	2 690 237	2 660 010	2 656 977	2 655 036	2 655 860	2 655 267
Резервний капітал	1415	1 424 224	2 750 674	4 717 181	5 397 844	7 930 755	7 930 755
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	1420	-69 103 045	-60 478 029	-55 579 410	-29 332 134	70 275 683	48 343 023
Неоплачений капітал	1425			()	()		
Вилучений капітал	1430			()	()		
Усього за розділом I	1495	447 838 047	431 503 975	398 684 336	385 173 670	314 526 351	355 296 141
II. Довгострокові зобов'язання і забезпечення							
Відстрочені податкові зобов'язання	1500			-	-		
Довгострокові кредити банків	1510	22 971 585	14 117 317	10 707 317	11 137 680	9 735 726	7 869 779
Інші довгострокові зобов'язання	1515				35 542 355	44 391 593	32 752 446
Довгострокові забезпечення	1520	7 345 424	135 283	186 125	291 414	259 375	184 314
Цільове фінансування	1525						
Усього за розділом II	1595	30 317 009	14 252 600	10 893 442	46 971 449	54 386 694	40 806 539
III. Поточні зобов'язання і забезпечення							
Короткострокові кредити банків	1600	25 512 030	25 484 601	19 806 962	5 119 657	121 146	2 702 075
Поточна кредиторська заборгованість за:							
довгостроковими зобов'язаннями	1610	19 388 256	17 101 897	18 208 220	5 957 523	5 857 112	12 075 299
товари, роботи, послуги	1615	53 432 850	47 694 343	22 181 826	19 691 291	22 630 160	5 501 716
розрахунками з бюджетом	1620	3 666 216	8 794 699	2 631 691	8 813 625	14 002	18 595
у тому числі з податку на прибуток	1621		6 798 494	2 530 011	8 800 792		

Продовження таблиці А.2

розрахунками зі страхування	1625	1 556	356	338	248	266	1 087
розрахунками з оплати праці	1630	15 562	3 780	4 336	2 702	6 826	7 167
Поточна кредиторська заборгованість за одержаними авансами	1635	1 033 136	1 443 500	1 071 576	1 376 879	5 054 652	2 856 954
Поточні забезпечення	1660	14 022 759	31 622 849	17 268 762	33 716 572	1 816 608	3 915 453
Доходи майбутніх періодів	1665	17 368	217 835	211 40	204 967	198 521	1 721 145
Інші поточні зобов'язання	1690	4 547 674	60 826 207	4 062 784	4 212 277	4 242 443	186 212
у тому числі зобов'язання по Арбітражному провадженню щодо купівлі-продажу газу			57 125 342				28 442 466
Усього за розділом III	1695	121 637 407	193 190 067	85 447 896	79 095 741	39 941 736	57 428 169
IV. Зобов'язання, пов'язані з необоротними активами, утримуваними для продажу, та групами вибуття	1700			-	-		
Баланс	1900	599 792 463	638 970 691	495 025 674	511 240 860	408 854 781	453 530 849

ДОДАТОК В Зведені показники звіту про фінансові результати за 2016-2021 рр. АТ НАК «Нафтогаз України»

Таблиця В.1 – Зведені показники звіту про фінансові результати за 2016-2021 рр.

Стаття	Код рядка	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	2000	161 382 827	187 927 433	204 938 122	178 349 399	121 058 717	170 462 230
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг)	2050	-116 277 398	-146 639 564	158 900 569	-147 308 054	-121 885 731	-150 313 093
Валовий: прибуток	2090	45 105 429	41 287 869	46 037 553			20 149 137
збиток	2095				31 041 345	-827 014	
Інші операційні доходи	2120	1 200 157	63 323 549	1 294 079	68 420 920	39 242 377	583 115
у тому числі компенсація витрат за виконання ПСО	2120(a)		57 125 342			32 204 883	
у тому числі доходи, нараховані по Арбітражному провадженню щодо транзиту газу	2120(б)				67 958 196		
Адміністративні витрати	2130	-1 400 788	-1 561 211	-3 666 042	-3 514 572	-3 180 396	-3 066 429
Витрати на збут	2150				-2 280 495	-3 153 279	-1 232 524
Інші операційні витрати	2180	-11 273 460	-46 532 479	-21 993 631	-20 707 935	-26 032 188	-16 288 454
у тому числі витрати, нараховані по Арбітражному провадженню щодо купівлі-продажу газу	2180(a)		-44 528 046				-11 895 546
Фінансовий результат від операційної діяльності: прибуток	2190	33 631 338	56 517 728	21 731 959	72 959 263	6 049 500	144 845
збиток	2195						
Дохід від участі в капіталі	2200	2 388 878	2 467 164			234 514	15 557 237
Інші фінансові доходи	2220	1 005 647	1 089 072	1 713 023	1 758 034	1 364 196	3 146 297
Інші доходи	2240	4 106	5 968	6 515	2 047 262	1 764 767	1 315 166

Продовження таблиці В.1

Фінансові витрати	2250	-8 181 637	-7 364 134	-5 003 142	-5 684 370	-5 791 588	-4 451 368
Витрати від участі в капіталі	2255			-175 396	-6 145 402		
Інші витрати	2270	-4 949 343	-1 429 352	-61 939	-398 694	-16 240 709	
Фінансовий результат до оподаткування:							
прибуток	2290	23 898 989	51 286 446	18 211 020	64 536 093		15 712 177
збиток	2295					-12 619 320	
Витрати (дохід) з податку на прибуток	2300	2 630 000	-11 956 294	-4 597 762	-13 877 882	-5 382 381	-2 660 668
Прибуток (збиток) від припиненої діяльності після оподаткування	2305						
Чистий фінансовий результат: прибуток	2350	26 528 989	39 330 152	13 613 258	50 658 211		13 051 509
збиток	2355					-18 001 701	