

На правах рукопису

Савчук Тетяна Василівна

УДК (330.142.2+330.322.5):622.32

**ОЦІНЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ВИКОРИСТАННЯ
ІНВЕСТИЦІЙНОГО КАПІТАЛУ НАФТОГАЗОВИМИ
ПІДПРИЄМСТВАМИ**

Спеціальність 08.00.04 – економіка та управління підприємствами
(нафтова і газова промисловість)

*Ця рукописна дисертація
ідентична за змістом*

*Вч. секретар спец. вченої ради
К 20.052.06 Інст. Нафти і Газу Т.У.*

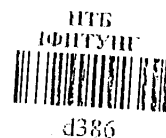
Науковий керівник
Орлова Валентина Кузьмінічна
кандидат економічних наук,
професор

17.01.11р.

*Підпис Кошунец Т. Я
координатор В. Прохоренко*

Івано-Франківськ – 2011

17.01.11



1386

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ	4
ВСТУП	5
РОЗДІЛ 1 ЕКОНОМІЧНИЙ ЗМІСТ ІНВЕСТИВАНОВОГО КАПІТАЛУ І ЕФЕКТИВНІСТЬ ЙОГО ВИКОРИСТАННЯ	
1.1 Теоретичні аспекти визначення змісту категорій «капітал» та «інвестований капітал»	12
1.2 Передумови та аналіз економічного змісту категорії «ефективність діяльності підприємства»	22
1.3 Вартість та її концептуальне застосування для вимірювання ефективності використання інвестованого капіталу	43
Висновки до розділу 1	57
РОЗДІЛ 2 МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ РОЗРАХУНКУ ТА ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ ІНВЕСТИВАНОВОГО КАПІТАЛУ НАФТОГАЗОВИХ ПІДПРИЄМСТВ	
2.1 Методичні підходи до розрахунку величини та аналізу динаміки і структури інвестованого капіталу на основі фінансової звітності	60
2.2 Наукові підходи до оцінювання вартості капіталу підприємства	80
2.3 Практичні аспекти оцінювання вартості інвестованого капіталу нафтогазових підприємств	98
Висновки до розділу 2	128
РОЗДІЛ 3 НАУКОВО – ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ ОЦІНЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ВИКОРИСТАННЯ ІНВЕСТИВАНОВОГО КАПІТАЛУ НАФТОГАЗОВИМИ ПІДПРИЄМСТВАМИ УКРАЇНИ	
3.1 Розрахунок скоригованого економічного прибутку	131
3.2 Аналіз ефективності використання інвестованого капіталу нафтогазовими підприємствами України	155
3.3 Моделювання та прогнозування ефективності використання інвестованого капіталу нафтогазовими підприємствами	161

Висновки до розділу 3	183
ВИСНОВКИ	187
ДОДАТКИ	191
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	264

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

ADR	американські депозитарні розписки
CAPM	цінова модель оцінки капітальних активів
EBIT	прибуток до вирахування відсотків по кредитах та податків
EBITDA	прибуток до вирахування витрат по відсоткам, податків та амортизаційних відрахувань
F – критерій	критерій Фішера
NOPAT	операційний прибуток після оподаткування
OIBDA	операційний прибуток до вирахування амортизації основних засобів та нематеріальних активів
WACC	середньозважена вартість капіталу
ВАТ	відкрите акціонерне товариство
ДАТ	державне акціонерне товариство
ДКЦПФР	Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку
НАК	національна акціонерна компанія
ПАТ	публічне акціонерне товариство
ПДВ	податок на додану вартість
ПДФО	податок з доходів фізичних осіб
ПрАТ	приватне акціонерне товариство
ПСБО	положення (стандарт) бухгалтерського обліку

ВСТУП

Актуальність теми. Динамізм і глобалізація ринкової економіки, інтеграція України в європейський економічний простір вимагають пошуку нових шляхів розв'язання проблеми залежності України від зовнішніх енергетичних джерел, що можливо тільки з розвитком вітчизняної нафтогазовидобувної галузі, і цьому повинно сприяти підвищення ефективності діяльності нафтогазових підприємств.

Важливим чинником цього є підвищення наукового забезпечення основи впровадження новітніх інноваційних моделей управління. Останнім часом усе більше прихильників серед науковців і практиків отримує концепція управління підприємством на основі вартості, оскільки саме вартість підприємства є комплексним узагальнюючим індикатором ефективності діяльності підприємства. Історія та сучасна практика господарювання переконують, що успіху в цьому випадку домогтися неможливо без цілеспрямованого управління всіма процесами, пов'язаними з функціонуванням підприємства в ринкових умовах. Багатоваріантність управлінських рішень, гнучкість і неординарність господарських комбінацій, унікальний характер кожного варіанта вирішення проблеми в конкретній специфічній ситуації складають основу такого управління.

У зазначеній ситуації гостро постає потреба у відповідному методичному інструментарію, який давав би можливість належно й своєчасно оцінювати ефективність зусиль менеджменту з досягнення поставлених цілей діяльності підприємства. Визначальним у системі інструментів повинен стати критерій – ефективність використання інвестованого капіталу підприємством.

Із цього приводу все більше друкується науково-практичних статей, схрещуються різні точки зору на наукових конференціях. Питання оцінки вартості підприємства загалом і капіталу зокрема, практичне застосування теоретичних методів оцінювання ефективності діяльності досліджували багато як українських, так і зарубіжних науковців: І. О. Бланк, Є. Ф. Брігхем,

Д. М. Вахович, А. Глен, П. А. Гохан, А. Г. Грязнова, А. А. Гусєв, А. Дамодаран, Г. Г. Кірейцев, В. В. Ковальов, Є. Б. Колбачев, Т. Коллер, Т. Коупленд, А. Т. Момот, Д. Муррін, А. М. Поддєрьогін, А. М. Рассказова, В. П. Савчук, М. Г. Синявський, Г. І. Сичова, І. Й. Яремко, М. О. Федотова, Д. К. Ван Хорн, Н. А. Хрущ та інші.

Слід також відзначити праці науковців, що висвітлюють галузеві особливості оцінювання ефективності діяльності нафтогазових підприємств: О. І. Амоші, Я. С. Витвицького, М. О. Данилюка, Є. І. Крижанівського, В. К. Орлової, Б. З. Піріашвілі, І. К. Чукаєвої та інших.

Разом з тим аналіз наукових досягнень з окресленого напрямку показав, що науково-теоретичні підходи та практичні питання адекватного оцінювання результатів фінансово-господарської діяльності підприємств з метою застосування їх для аналізу ефективності використання інвестованого капіталу ще недостатньо відповідають сучасним потребам і реаліям. Зокрема, суб'єктивність бухгалтерського підходу у визначенні величини фінансових результатів, проблематичність практичного використання існуючих методик визначення величини й оцінювання вартості інвестованого капіталу підприємства ускладнюють процес управління як капіталом, так і вартістю підприємства, що перешкоджає розробці належних заходів з підвищення ефективності використання інвестованого капіталу нафтогазовими підприємствами.

Зазначена сукупність невирішених проблемних питань і дискусійний характер низки теоретичних положень зумовили вибір теми дисертаційного дослідження, його мету, завдання й цільове спрямування.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконувалася відповідно до плану науково-дослідних робіт Івано-Франківського національного технічного університету нафти і газу в межах держбюджетної теми «Розроблення методичних рекомендацій з обліку і аналізу витрат на підприємствах нафтогазової промисловості з метою формування цін і тарифів» Д-5-09-П (номер державної реєстрації

0109U000645) – автором виконано підрозділ «Удосконалення оцінювання ефективності діяльності (використання інвестованого капіталу) нафтогазовими підприємствами», і теми «Теоретичні та прикладні засади формування механізму ефективного функціонування та оптимізації діяльності соціально-економічних систем паливно-енергетичного комплексу» (номер державної реєстрації 0110U003990), у рамках якої автором досліджувались особливості розрахунку фінансових результатів діяльності нафтогазових підприємств з метою підвищення адекватності та точності їх вимірювання.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційного дослідження є поглиблення й удосконалення теоретико - методичних положень і формування науково обґрунтованих практичних рекомендацій щодо оцінювання ефективності використання інвестованого капіталу нафтогазовими підприємствами.

Для досягнення мети були поставлені та вирішені такі завдання:

- досліджено генезис теорій капіталу;
- визначено сутність та особливості розрахунку величини інвестованого капіталу;
- обґрунтовано необхідність оцінки та проведено аналіз існуючих підходів до оцінювання ефективності діяльності підприємства;
- удосконалено порядок розрахунку економічного прибутку;
- удосконалено методичні підходи до оцінювання вартості капіталу підприємств, акції яких не обертаються на фондовому ринку та не мають ринкової оцінки;
- виявлено закономірності впливу окремих чинників на прибутковість використання інвестованого капіталу нафтогазовими підприємствами;
- розроблено напрями підвищення ефективності використання інвестованого капіталу нафтогазовими підприємствами.

Об'єктом дослідження є процес оцінювання ефективності використання інвестованого капіталу.

Предметом дослідження є сукупність теоретичних, методичних і науково-практичних підходів до оцінювання ефективності використання інвестованого капіталу нафтогазовими підприємствами.

Методи дослідження. Для вирішення поставлених у роботі завдань було використано ряд загальнонаукових і спеціальних методів і прийомів.

У ході виконання дослідження використовувались:

- діалектичний метод пізнання – для уточнення змісту капіталу як економічної категорії;

- статистичні методи – для оцінки й аналізу динаміки, структури та загальних тенденцій величини інвестованого капіталу нафтогазових підприємств;

- порівняльний аналіз – для виявлення спільних і відмінних ознак в ефективності використання інвестованого капіталу нафтогазовими підприємствами;

- економіко-математичне моделювання та прогнозування – для розробки моделей оптимізації ефективності діяльності підприємств і використання інвестованого капіталу, розрахунку прогнозних значень.

Теоретичною та методологічною основою дисертаційного дослідження є фундаментальні наукові положення й наукові праці вітчизняних і зарубіжних учених у сфері економічної теорії, економіки підприємства, економічного й фінансового аналізу, фінансового менеджменту, бухгалтерського обліку, економетричного аналізу та прогнозування.

Інформаційними джерелами дослідження є чинні законодавчі й нормативні документи, офіційні матеріали Державного комітету статистики України, Державного комітету з цінних паперів та фондового ринку, матеріали й тези наукових економічних конференцій, праці вітчизняних і зарубіжних науковців за профілем дисертаційної роботи, фінансова звітність нафтогазових підприємств.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в тому, що основні результати дисертаційного дослідження є внеском дисертанта в розвиток теоретичного обґрунтування та вирішення низки питань, пов'язаних з оцінкою та вдосконаленням методичних підходів до аналізу економічної ефективності

діяльності підприємств, у першу чергу, нафтогазових. Найвагомішими результатами роботи, що свідчать про наукову новизну, є такі:

вперше:

- здійснено розподіл інвестованого капіталу на основі даних фінансової звітності, яка складена за вимогами національних положень (стандартів) бухгалтерського обліку (ПСБО), на два види: інвестований капітал в операційну й неопераційну діяльність, і запропоновано порядок розрахунку кожної складової, що дає змогу аналізувати ефективність не тільки всієї діяльності підприємства загалом, а й окремо операційної та неопераційної її частин з метою покращення процесу управління ними;

удосконалено:

- класифікацію капіталу, яка, завдяки доповненню її двома класифікаційними ознаками: за механізмом залучення і за об'єктами інвестування, визначає місце інвестованого капіталу в системі капіталу підприємства й розкриває суть його видів;

- порядок розрахунку інвестованого капіталу на основі даних фінансової звітності вітчизняних підприємств, зокрема на основі активів, який, на відміну від існуючих підходів, має прикладний характер спрямування і розкриває інформацію про об'єкти інвестування капіталу;

- розрахунок економічного прибутку, що, на відміну від існуючої практики, визначається шляхом додатково розроблених коригувань бухгалтерського прибутку, метою яких є виокремлення величини фінансових результатів, які є наслідком винятково зусиль менеджменту підприємства, що сприятиме адекватнішому оцінюванню результатів діяльності підприємства;

- методичні підходи до аналізу ефективності використання інвестованого капіталу окремо в операційній і неопераційній діяльності, що дасть можливість розширити межі традиційного економічного аналізу використання капіталу підприємства й покращить ефективність розробки заходів з підвищення прибутковості використання інвестованого капіталу;

набули подальшого розвитку:

- практичне використання моделі оцінювання вартості власного капіталу акціонерних підприємств, акції яких не обертаються на фондовому ринку та не мають ринкової оцінки. Зокрема, на відміну від існуючого порядку, запропоновано використовувати балансову вартість у модифікованій моделі оцінювання вартості власного капіталу;

- порядок оцінювання ефективності використання інвестованого капіталу, на відміну від існуючої практики, на основі економічного прибутку, що дає змогу підвищити достовірність отриманих результатів, а виявлені за допомогою економетричного моделювання найвагоміші чинники впливу на прибутковість використання інвестованого капіталу дали можливість окреслити основні напрямки розробки заходів з підвищення даного показника нафтогазовими підприємствами.

Практичне значення одержаних результатів полягає в розробленні та доведенні до рівня методичних розробок прикладних рекомендацій щодо вдосконалення оцінювання ефективності використання інвестованого капіталу нафтогазовими підприємствами з метою підвищення інформативності такої оцінки.

Основні положення та результати дисертаційного дослідження використовуються в діяльності НГВУ «Надвірнанафтогаз» ВАТ «Укрнафта» (довідка про впровадження №2-30/3060 від 28.05.2010 р.), ДАТ «Чорноморнафтогаз» (довідка про впровадження № 05/3-826 від 22.11.2010 р.), у навчальному процесі Івано-Франківського національного технічного університету нафти і газу при викладанні дисциплін «Економіка підприємства», «Фінансовий облік 2» (довідка про впровадження від 24.11.2010 р.). Викладені в роботі практичні висновки й положення можуть бути використані іншими нафтогазовими підприємствами України.

Особистий внесок здобувача. Усі наукові здобутки, викладені в дисертаційному дослідженні, отримані автором особисто. З наукових праць, які були опубліковані в співавторстві, у дисертації використані тільки ті, що є результатом особистих досліджень здобувача, зокрема, у роботі [1] внесок

здобувача полягає в проведеному аналізі сучасного стану нафтогазової галузі, місця в ній ПАТ НАК «Нафтогаз України» і рівня податкового навантаження цієї компанії та галузі, у [2] – здійснено порівняльний аналіз порядку розрахунку податкових різниць і уточнено їх класифікацію, у [9] – досліджено вплив відстрочених податків на результати економічного аналізу фінансового стану підприємства і запропоновано вдосконалити відображення у фінансовій звітності відстрочених податків шляхом виділення їх поточної і довготермінової частин з метою підвищення адекватності класифікації активів і зобов'язань підприємства.

Апробація результатів дисертації. Основні положення та результати дисертаційного дослідження були оприлюднені та схвалені на науково-практичній конференції «Обліково-аналітичне забезпечення системи менеджменту підприємства» (м. Львів, 20–22 квітня 2007 р.), VII міжнародній науково-практичній конференції «Фінанси України 2009» (м. Маріуполь Донецької області, 15–20 грудня 2009 р.), III міжнародній науково-практичній конференції «Сучасні національні економічні моделі: проблеми та перспективи розвитку» (м. Сімферополь, 24 грудня 2010 р.).

Публікації. За темою дисертаційного дослідження опубліковано 11 праць (наукові статті, тези доповідей) загальним обсягом 4,8 друк. арк., з них особисто автору належить 4,4 друк. арк. У фахових виданнях опубліковано 8 наукових статей, у тому числі 6 одноосібно.

Обсяг і структура дисертаційної роботи. Дисертація складається з переліку умовних скорочень, вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Основний зміст роботи викладено на 190 сторінках тексту комп'ютерного набору. Робота містить 27 таблиць, розміщених на 16 сторінках, 43 рисунки, розміщених на 19 сторінках, і 20 додатків, викладених на 73 сторінках комп'ютерного набору. Список використаних джерел включає 175 найменувань на 18 сторінках.

РОЗДІЛ 1

ЕКОНОМІЧНИЙ ЗМІСТ ІНВЕСТОВАНОГО КАПІТАЛУ І ЕФЕКТИВНІСТЬ ЙОГО ВИКОРИСТАННЯ

1.1 Теоретичні аспекти визначення змісту категорій «капітал» та «інвестований капітал»

Питання визначення суті капіталу завжди відноситься до числа складних, що викликає гострі дискусії в наукових колах. Дослідження капіталу та його складових є надзвичайно важливим з точки зору управління ним, адже від ефективності використання кожної складової капіталу та форм його застосування залежить з одного боку рівень ефективності діяльності підприємства, а з іншого – прогноз складу та величини наявних у підприємства і підконтрольних йому у майбутньому економічних ресурсів. Саме тому, перш ніж говорити про ефективність використання капіталу, з'ясуємо економічну суть цієї категорії за допомогою діалектичного методу дослідження, основними принципами якого є історизм, суперечності та системно-структурний підхід.

Економісти науковці і практики в різні часи по різному подавали своє бачення цього питання і майже три століття не можуть дійти до єдиного розуміння. Полеміка триває, що свідчить про багатогранність та неоднозначність цієї категорії. Розглянемо генезис та історичну дискусію вчених різних напрямків і течій економічної думки щодо розвитку теорії капіталу для виокремлення основних досягнень у даному питанні (додаток А).

Більшість науковців сходяться на думці, що термін «капітал» походить від латинського слова *capitalis*, що в перекладі означає головний. Цим словом позначали поняття «головне майно», «головна сума», - підкреслюючи їх значущість та важливість.

Першим зробив спробу проаналізувати економічну суть капіталу видатний представник античного світу давньогрецький філософ Арістотель

(384-322 pp. до н.е). Він виокремив окремий вид господарської діяльності, яку назвав «хремастиком», яка полягала у наживанні багатства в необмеженій кількості. Термін «хремастика» не прижився в науковому вжитку, але ідеї Арістотеля щодо вкладання і накопичення капіталу дали початок формуванню поглядів на економічний зміст капіталу.

Час розквіту меркантилізму припав на час створення передумов для переходу від простого товарного виробництва до ринкового, усунення безпосередніх виробників від власності на засоби виробництва, в результаті чого значні багатства зосередились в руках небагатьох (т.зв. період первісного нагромадження капіталу). Суттєвого поступу у дослідженні суті капіталу меркантилісти не зробили. Більшість представників цього напрямку економічної думки помилково ототожнили капітал з грошима, зокрема, золотом, а багатство нації - з активним торговельним балансом. Багатшою, вони вважали, з часом стає та країна, яка витрачає менше, аніж одержує. Джерело такого багатства вони вбачали насамперед у зовнішній торгівлі.

Представники школи фізіократів вперше провели глибокі дослідження суті капіталу, його структури та значення у суспільному виробництві і відтворенні, хоч деякі їх твердження і були згодом визнані помилковими.

Ідеї представників класичної школи політекономії мали глибокий вплив на еволюцію економічної думки. Так, заслугою А. Сміта є введення в науковий обіг таких термінів, як основний і оборотний капітал, якими користуються і донині.

Інший представник цієї школи - Жан Батист Сей назвав капітал одним з основних чинників виробництва і довів, що разом з працею і землею капітал здійснює корисну послугу у створенні своєї частини цінності, за що приносить дохід капіталісту у вигляді прибутку.

Але визначаючи суть капіталу економісти – класики помилково ототожнювали його, насамперед, із засобами виробництва.

Засновник марксизму – Карл Маркс не погодився з матеріальним тлумаченням капіталу класиками і висунув власне розуміння капіталу як

самозростаючої вартості, виробничих відносин експлуатації між власниками капіталу – підприємцями і робітниками – пролетаріями. Саме продуктивна неоплачена праця пролетаріїв призводить до зростання капіталу. Заслугою Маркса є те, що він значно розширив класифікацію капіталу, збільшивши кількість класифікаційних ознак.

Представник маржинальної економічної теорії О. Бем-Баверк необґрунтовано заперечував роль капіталу як чинника виробництва, вважаючи основними чинниками тільки природу і працю. Капіталу він відводив роль узгодження та поєднання первісних продуктивних сил, а тому наявність капіталу не є обов'язковою для здійснення діяльності.

Було багато і інших цікавих думок щодо суті капіталу, які детальніше розглянуті в додатку А.

Аналіз історичної дискусії доводить, що кожен з названих економістів зробив свій внесок у розвиток економічної думки, представники кожної школи та течії внесли свою лепту в розвиток теорій капіталу, але до спільної думки щодо економічного змісту капіталу вчені – економісти так і не дійшли.

Серед сучасних науковців теж немає одностайності у визначенні суті капіталу, але всі погоджуються з тим, що капітал виступає джерелом існування як сучасного підприємства, так і економічної системи країни загалом.

Погляд на економічну сутність капіталу сьогодні часто залежить від конкретної науки, з позиції якої розглядається зміст даної категорії.

Згідно з бухгалтерськими підходами, капітал – це джерела фінансування активів підприємства, тобто права частина бухгалтерського балансу. Таке визначення підтримують і фінансисти Бригхем Ю. і Гапенски Л., які дають наступне пояснення капіталу: «Під терміном «капітал» розуміються всі джерела коштів, що використовуються для фінансування активів і операцій компанії. Для того, щоб провести будь-яку операцію, яка принесе компанії прибуток, потрібно мати певні активи, відображені в лівій частині балансу підприємства – Активі, які мають бути профінансовані за

рахунок джерел, наведених в правій частині балансу – Пасиві. Звідси можемо вважати, що всі статті балансу, відображені в його правій частині, до якої відносяться короткотермінова і довготермінова кредиторська заборгованість, заборгованість за випущеними привілейованими і простими акціями, і складають капітал компанії» [14, с. 162-163].

Деякі науковці під капіталом розуміють тільки власний капітал. Так Дж. М. Розенберг [128, с.118] пояснює капітал як частку участі в активах під час інвестування тільки власників простих та привілейованих акцій, тобто власників підприємства. Такий підхід, на нашу думку, є дещо обмеженим, адже жодне підприємство не може існувати тільки за рахунок власних коштів. Більш ширше трактування цей науковець вкладає в інший термін – «потреба в капіталі» - сукупні грошові капіталовкладення, необхідні для створення і забезпечення функціонування підприємства» [128, с.69]. Тим самим автор вводить нові терміни, підмінюючи значення старих, що є необґрунтованим.

Існують і інші трактування капіталу.

Селищев О.С. дає наступне визначення капіталу: «Капітал – це продукти виробництва (непрямі блага), що використовуються для виробництва прямих благ (товарів і послуг). Тобто капіталом є будь-який ресурс, що створюється з метою виробництва більшої кількості економічних благ (у тому числі земля і праця)» [144, с. 359]. Головною відмінністю капіталу від, наприклад, землі (іншого чинника виробництва, даного самою природою) є здатність капіталу до розширеного відтворення, на що земля нездатна, оскільки її запаси є обмеженими. Але важко обмежити термін корисного використання землі в той час, як практично жоден інший капітальний ресурс як чинник виробництва не зможе вічно функціонувати.

К.Р.Макконелл і С.Л.Брю ототожнюють капітал з інвестиційними ресурсами і вважають, що до нього відносяться «всі виробничі засоби виробництва, тобто всі види інструментів, машини, обладнання, фабрично-заводські, складські, транспортні засоби і збутову мережу, що використовуються у виробництві товарів і послуг та доставці їх до кінцевого

споживача» [77, с. 37]. Окремо американські економісти підкреслюють, що оскільки грошові кошти безпосередньої участі ні у виробництві, ні у процесі реалізації не беруть, тому до складу капіталу вони не входять, хоч інколи їх і називають фінансовим капіталом. Тільки реальний капітал, що складається з усього переліченого вище, може вважатись економічним ресурсом.

Але з цим важко погодитись. Фінансовий капітал хоч і не входить до складу реального капіталу все ж є капіталом, оскільки він потенційно може бути використаний на придбання необхідних капітальних благ для виробництва.

П. Самуельсон не робить різниці між капіталом та капітальними благами. Він трактує капітал як «капітальні блага, що виробляються самою економічною системою для того, щоб використати їх як чинник виробництва для подальшого виготовлення споживчих та інших товарів і послуг» [141, с.203], тим самим визначаючи його похідним у відношенні до первинних чинників виробництва – землі і праці. «Капітал складається з тих виготовлених товарів, які вільно застосовують як фактори виробництва для продукування інших товарів і послуг» [145, с.371]. До складу капіталу він відносить капітальні блага як довготермінові, так і короткотермінового використання.

На нашу думку, не можна погодитись із твердженням, що капітал та капітальні блага є синонімами. І тому ми повністю підтримуємо аргументи Д.-Б. Кларка. Арифметично величина капіталу дорівнюватиме сумі наявних у підприємця капітальних благ, але ця рівність тільки математична. Економічний же зміст у цих понять зовсім різний.

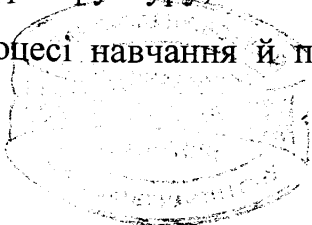
Серед сучасників і зараз є прихильники марксистського трактування капіталу Так, Мочерний С. В. вважав, що капітал – «виробниче відношення (а не просто засоби виробництва, гроші), за якого знаряддя праці, певні матеріальні блага, мінові вартості служать знаряддям експлуатації, привласнення частини чужої неоплаченої праці» [95, с.214]. Із ним погоджується Г. І. Башнянин [6, с.240]. Схоже визнання і в [144, с.151]

«капітал – це історично обумовлене, суспільно-виробниче відношення між підприємцями, які володіють засобами виробництва, і людьми найманої праці (робітниками), які позбавлені будь-яких засобів виробництва». Отже, самі економісти розмежовують матеріально-речовий та суспільний зміст даної категорії.

С. Ф. Покропивний наводить визначення капіталу в буквальному розумінні: - «Це основна сума коштів, необхідна для початку і здійснення виробництва (діяльності)» [40, с.116]. Таке ж визначення наводиться й іншими вченими: [23, с.226] та [43, с.223]. Але на нашу думку, воно є занадто спрощеним та не конкретним, так як не вказує на склад таких коштів. Окрім того є незрозумілим, чому саме основна сума. Напрошується висновок, що ще є неосновні кошти, які до капіталу не відносяться, а він був би некоректним. С. Ф. Покропивний вводить поняття авансованого капіталу (від французького *avancer* – виплачувати наперед). «Авансований капітал – це грошова сума, що інвестується власником в певне підприємство (підприємницьку діяльність) з метою одержати вигоду (прибуток)» [40, с.116].

Дійсно, для того, щоб розпочати виробництво власник капіталу повинен спочатку на ринку придбати засоби виробництва та робочу силу, об'єднавши які у виробничому процесі й одержить продукт більшої вартості аніж було авансовано. І в цьому полягає кругообіг капіталу, основними фазами якого є залучення, розміщення, використання [99, с.26]. Але С. Ф. Покропивний вдався в крайність. Власник може інвестувати не тільки грошові кошти в діяльність підприємства, і тоді, відповідно до даного визначення, виходить що така інвестиція власника вже не є авансованим капіталом. А з цим уже погодитися не можна.

Дещо обмежено дають визначення капіталу Д. М. Черваньов і О. О. Карагодова, які зазначають, що «капітал – це всі засоби виробництва, створені людьми, включаючи інструменти, промислове обладнання і інфраструктуру, а також знання, вміння і досвід, набуті людським індивідом у процесі навчання й практичної діяльності» [61, с.147]. На нашу думку, до



переваг даного визначення можна віднести те, що автори не залишили поза увагою людський капітал, але в переліку можливих форм вкладення капіталу вони згадали не всі можливі.

Ми вважаємо, що занадто загальним є і визначення, що дається Савицькою Г. В.: «Капітал – це засоби, які є в розпорядженні суб'єкта господарювання для здійснення діяльності з метою отримання прибутку» [129, с.451]. Дещо глибше, аніж тільки з матеріально-речового боку, підходить до визначення капіталу колектив економістів [43, с.223], який під капіталом розуміє «суму накопичених матеріальних благ, результат минулої (попередньої) і засіб для подальшої виробничої чи комерційної діяльності». Недоліком такого підходу, на нашу думку, є неврахування людського капіталу, про що говорив ще Ж. Б. Сей.

Слід наголосити, що актуальність людського капіталу останнім часом тільки зростає. З розвитком продуктивних сил, ускладненням виробничих технологій підприємець не може не дбати про рівень кваліфікації своїх працівників, про створення їм оптимального психологічного клімату тощо. Провідні підприємства сьогодні витрачають значні кошти на постійне навчання свого персоналу, залучають нових високопрофесійних працівників, піклуються про підтримання їх здоров'я, надають їм широкий соціальний пакет тощо. Логічно, що якщо б віддачі від даних витрат не було, то і кошти б на ці заходи не витрачалися. Більше того, якщо підприємець відмовиться від такого інвестування коштів у своїх працівників, він ризикує їх втратити або ж залишитись тільки з низькокваліфікованими кадрами, а це вже може відобразитися на фінансових результатах роботи підприємства.

Заслуговує на увагу визначення капіталу, в якому підкреслюється його самозростаючий характер: «Капіталом назвемо всі види ресурсів, які є необхідними і достатніми для самозростання вартості і отримання реального прибутку» [9, с.205].

Змістовним та ґрунтовним є і підхід І. Й. Яремка, котрий називає капітал «...об'ємною, універсальною і багатоаспектною економічною

категорією складної соціально-економічної ринкової системи... Один підхід розгляду капіталу стосується доходу, який перетворюється на ресурс, інший – віддзеркалює всю вартість ресурсів в т.ч. утворених за рахунок синергетичного ефекту» [174, с.7].

Більшість наведених, часто суперечливих між собою, точок зору так і не дали вичерпної відповіді на те, що є змістом економічної категорії «капітал». Відмінності у цих підходах можна пояснити тим, що зазначені автори характеризують окремі елементи чи окремі сторони капіталу, а не зміст самої категорії. Тому доповнивши попередні трактування, на нашу думку, найточніше визначення категорії «капітал» буде таке: капітал – це сума накопичених з часом матеріальних і нематеріальних благ як результатів минулої праці, що створили необхідну економічну базу для здійснення подальшої діяльності з метою одержання більшої (доданої) вартості. У свою чергу, основні і оборотні активи, в т.ч. грошові кошти, виступають тільки формою інвестування капіталу.

Таким чином, у визначенні суті категорії «капітал» можна виділити два основні підходи: фінансовий та економічний, що нашли своє відображення у двох концепціях капіталу та збереження капіталу [67]. За фінансовим підходом капіталом є всі інвестовані кошти або ж інвестована їх купівельна спроможність, тобто в основі визначення капіталу лежить його природа виступати джерелом фінансування діяльності підприємства. За економічним підходом основою капіталу виступає його виробнича потужність, виходячи з якої можна охарактеризувати продуктивність підприємства, наприклад, в одиницях виготовленої продукції.

Капітал можна класифікувати за різними ознаками, які більшою чи меншою мірою є досліджені економічною думкою [22, с.126-128], [51, с.130-133]. Але дуже мало науковців звертали увагу на такий вид капіталу як інвестований капітал, який не згадується у більшості існуючих класифікаціях капіталу. Винятком стала класифікація капіталу Ю. М. Воробйова [22, с.126-128], який за механізмом утворення та використання розрізняє фінансовий та

інвестований капітал. Якщо фінансовий капітал утворюється з формуванням та розподілом фінансових ресурсів підприємства, то інвестований є частиною фінансового, що використовується в діяльності підприємства (операційній, фінансовій чи інвестиційній). З цього визначення так і не видно різниці, яка саме частина фінансового капіталу не входить в інвестований. Якщо, для прикладу, це та частина коштів, що вкладена в цінні папери, то це інвестиційна діяльність підприємства, а значить ці кошти відносяться до інвестованого капіталу.

Більшість учених вважають інвестований капітал синонімом усього капіталу. Так, Гетьман О. О. вважає, що «інвестиційними ресурсами називають всі види майнових та інтелектуальних цінностей (у вартісному відтворенні), які потрібно вкласти в об'єкти підприємницької та іншої діяльності» [23, с.308]. Гохан П. А. також як інвестований капітал використовує вартість сукупних активів [27, с.590]. Такого ж підходу дотримуються і Кіндрацька Г. І., Білик М. С., Загородній А. Г. [63, с.441]. Кубишкін І. інвестованим капіталом вважає суму власного і залученого капіталу, що еквівалентно сукупним активам [73]. А Ріполь-Сарагосі Ф. Б. і Рагрін В. Н. до інвестованого відносять тільки довготермінові і короткотермінові фінансові вкладення [124, с.76].

З цим не погоджуються Сичева Г. І., Колбачев Е. Б., Сичев В. А, які називають інвестованим капіталом «суму боргу і власного капіталу в бізнесі на довготерміновій основі» [154, с. 22]. Схожий розрахунок – і у Гіляровської Л. Т. [172, с.198], яка називає такий капітал інвестиційним.

А. Т. Момот зазначає, що інвестованим є капітал, який «є сумою всіх активів, що відносяться до оперативного управління об'єкта оцінки, за вирахуванням короткотермінових безвідсоткових операційних зобов'язань (комерційних кредитів, заборгованості перед бюджетом і т.д.)» [85, с.38]. А Гусєв А. А. капіталом називає «загальну вартість майна за вирахуванням безвідсоткової заборгованості на початок року» [31].

Для розв'язання даних неузгодженостей пропонуємо доповнити існуючі класифікації капіталу двома новими ознаками, які враховували б особливості формування та використання інвестованого капіталу.

За механізмом залучення капітал пропонується поділяти на інвестований відсотковий та безвідсотковий. Відсотковий інвестований капітал формується за рахунок тих залучень, які передбачають виплату відповідного доходу інвесторам: акціонерам – дивідендів, позичальникам – відсотків. Сюди відносяться залучення у вигляді довготермінових та короткотермінових позик, облігаційні позики, внески акціонерів до статутного капіталу. Безвідсоткові запозичення виплату відсотків не передбачають. Це такі види короткотермінових зобов'язань, як заборгованість постачальникам за товари, роботи, послуги, за нарахованими податками, з оплати праці, тощо. Надалі в роботі основну увагу ми приділимо саме відсотковій частині інвестованого капіталу, і під інвестованим капіталом розумітимемо тільки відсотковий інвестований капітал.

За об'єктами інвестування інвестований капітал поділяється на інвестований в операційну та неопераційну діяльність. Такий поділ є надзвичайно важливим для оцінки ефективності окремих видів діяльності. Подальша деталізація інвестованого капіталу в неопераційну діяльність (наприклад, інвестований в фінансову, інвестиційну діяльність), на нашу думку, є недоцільна, тому що найважливішою для оцінки діяльності підприємства є, звичайно, операційна діяльність.

Доповнення класифікації капіталу дасть змогу більш цілеспрямовано управляти ефективністю використання як окремих складових, так і всього інвестованого капіталу підприємства.

Таким чином, на підставі наведеного аналізу можна зробити висновок, що дослідженням економічного змісту капіталу науковці займаються впродовж значного періоду часу, але до єдиної думки їм так і не вдалось прийти. Зокрема, незаслужено обминається увагою такий вид капіталу, як

інвестований. Заповнити дану прогалину економічних досліджень і покликане дане дослідження.

1.2 Передумови та аналіз економічного змісту категорії «ефективність діяльності підприємства»

Сучасна практика господарювання характеризується ускладненням фінансового інструментарію, що використовується в діяльності, глобальною конкуренцією, що спонукає підприємства не тільки опікуватись поточною діяльністю, але й приділяти увагу стратегічним питанням, зокрема інвестиційній привабливості, на яку визначальний вплив мають як ринкова репутація, так і одержані фінансові результати діяльності. У зв'язку з цим все гостріше постає питання недостатності традиційних підходів до оцінювання ефективності діяльності підприємства загалом, та окремих його ресурсів зокрема, а тому виникає необхідність пошуку нових шляхів і методів до його вирішення.

Україна сьогодні є значно енергозалежною, оскільки понад 50 % спожитих в країні енергоресурсів є імпортованими [71]. З метою виправлення ситуації особливо актуально постає питання ефективності діяльності вітчизняних нафтогазових підприємств.

Ефективність і успішність діяльності будь-якого підприємства, в тому числі і нафтогазового, значною мірою залежить від того, наскільки обгрунтовано визначені місія і стратегічні цілі діяльності даного підприємства. Саме наявність і чіткість визначення основних ключових орієнтирів сприяє досягненню підприємством бажаного результату.

Якщо місія підприємства містить найзагальніші установки, орієнтири та настанови, що характеризують сферу діяльності підприємства, його філософію та наявні можливості і компетенції [64, с.35], уявлення компанії про своє майбутнє [91, с. 58], то цілі діяльності є конкретним практичним вираженням результатів очікуваної реалізації місії в задані терміни [91, с.69].

Ціллю підприємства вважається бажане майбутнє, досягнути яке і прагне підприємство протягом певного проміжку часу. Визначення змісту цих цілей – завдання кожного окремого підприємства. Ці цілі можуть бути найрізноманітнішими. Основним є те, щоб керівництво чітко усвідомлювало до чого воно прагне і довело це до відома своїх працівників.

За визначенням «цілі фірми, компанії - конкретні кінцеві результати, що формуються у процесі планування, вироблення стратегії фірми, компанії, окремими власниками, групами керівників, а частково й акціонерами» [44, с. 883]. Про які саме кінцеві результати іде мова не сказано ні слова, і це виправдано, адже тут можливі варіанти.

Так, наприклад, як зазначено у [61, с.64] метою існування фірми є покращення умов життя і підвищення добробуту її працівників. Це може бути досягнуто за рахунок прибутку, саме тому в усі часи підприємства прагнули його підвищити.

Раніше загальноприйнято вважалось ціллю створення будь-якого підприємства одержання максимального прибутку. Цю тезу підтримувала значна кількість науковців-економістів і спеціалістів з бухгалтерського обліку [41, с.422], [89, с.499], [124 с.40], [167, с.57].

Звичайно, такий підхід має право на існування і сьогодні, але він має й суттєві недоліки. В більшості пересічних підприємств в установчих документах зазначено, що ціллю діяльності є задоволення потреб споживачів у продукції цього підприємства. Як варіант - здійснення діяльності на певному ринку чи певній території. З цього можна зробити висновок, що такі підприємці не бачать різниці між метою своєї діяльності, цілями та стратегією, яка має забезпечити досягнення цих цілей. У цьому випадку стратегія має виступати засобом досягнення успіху. Під успіхом ми розуміємо досягнення підприємством задекларованих цілей.

Якщо підприємство ставить перед собою ціль – здійснювати видобуток нафти і газу, випуск певного виду продукції чи надання певних послуг, то, функціонуючи на мінімальному рівні, може стверджувати, що ціль досягнута.

Але ж не можна вважати успішним підприємство, що ледь животіє, тільки тому, що формально воно досягло своєї цілі. Якщо ж підприємство ставить перед собою ціль – випуск продукції, воно не зобов'язане цікавитися її реалізацією, і незалежно від того чи має ця продукція попит, чи вся залишається на складі, підприємство може вважати, що ціль досягнута, оскільки виробництво відбулося. З цього можна зробити тільки один висновок, що ціль була визначена неправильно. Неправильне визначення цілі підприємства, як мети діяльності, призводить не тільки до незадовільних стратегічних рішень, але й часто робить неможливим прийняття обґрунтованих фінансових рішень.

Ціль і стратегія розвитку є різними поняттями, і не можна їх ототожнювати. Якщо ціль – це мета діяльності, то стратегія є засобом досягнення цієї цілі. Підприємство спочатку обов'язково має визначитись, куди ж вона хоче прийти в кінцевому підсумку, а стратегія розвитку – якою дорогою вона буде туди йти.

В умовах сучасного існування бізнесу менеджерам доводиться щодня приймати певні рішення, коли незначні, а коли і визначальні. Якщо при цьому менеджер не буде чітко уявляти яка ціль ставиться керівництвом, - таке підприємство ніколи не досягне успіху.

Жоден керівник, яким би талановитим він би не був, не зможе сам проконтролювати всі рішення, що приймаються в підприємстві. До успіху підприємство веде завжди ціла команда менеджерів. І якщо кожен учасник цієї команди буде керуватися тільки власними поглядами на перспективи розвитку, крім хаосу та непорозумінь внаслідок конфліктів окремих рішень, підприємство нічого не одержить. Як результат – розвиток підприємства буде випадковим та безконтрольним.

Тому, перш ніж говорити про рішення у сфері фінансів, керівництву підприємства необхідно визначитись, якої головної цілі потрібно досягти і саме їй підпорядковувати всі свої рішення.

Розглянемо основні підходи до визначення основних цілей діяльності підприємства, що існують в економічній думці.

На сьогодні науковці виділяють три основні теорії про цілі підприємства [45, с.443-447]: неокласична економічна теорія; управлінська теорія; теорія агентських угод.

Економісти – неокласики підтримують підхід, що основною ціллю підприємницької діяльності є максимізація прибутку. Доти, поки діяльністю компаній керували власники – це дійсно було так.

З розвитком ринку і зростанням кількості великих корпорацій, керувати якими окремі власники не могли вже, виник інститут менеджерів як найманих керівників. З цього часу, коли на чолі підприємства стають вже не власники, а наймані менеджери, почали розвиватись управлінські теорії фірм. Більшість сучасних економістів вважають, що неприбуткові цілі діяльності є не менш важливими, і з цим не можна не погодитись. Прихильники управлінської теорії серед основних неприбуткових цілей виділяють: максимізацію доходів від реалізації, максимізацію зростання активів фірми, максимізацію управлінської корисності.

Хоч менеджери і намагаються керувати підприємством таким чином, щоб досягти своїх особистих матеріальних благ, разом з тим важливим є і просто задоволеність менеджера, яка визначається його статусом у підприємстві, повноваженнями і впливом на його діяльність.

Згідно з теорією агентських угод між власниками чи акціонерами та менеджером укладається угода, відповідно до якої менеджер виступає агентом власників. Йому делегуються певні повноваження за виконання яких він і одержує винагороду. Укладаючи угоду і визначаючи величину винагороди, власнику і менеджеру необхідно знайти певний компроміс, оскільки в цьому питанні їх інтереси не збігаються. Наприклад, не підходить варіант, коли оплата менеджера повністю не залежить від результатів діяльності підприємства, ні інший варіант - коли повністю розраховується як відсоток від результату. Якщо в першому варіанті менеджеру взагалі непотрібно брати на

себе ризику, що не вигідно власнику, то в другому – ризик менеджера залишитись без плати дуже великий і не завжди менеджер на нього піде.

Щоб додаткового мотивувати менеджера до ефективної праці може використовуватись програма надання йому певного пакета акцій або ж опціонна програма. Результати проведених досліджень [152] підтверджують, що збільшення акцій, які знаходяться у власності менеджерів, призводить до зростання ринкової вартості і ефективності діяльності підприємства.

Постійна загроза злиття чи поглинання з боку конкуруючих фірм теж стимулюватиме менеджерів до ефективної роботи на благо підприємства. Крім того, в разі неякісної роботи керівництва завжди є загроза його робочому місцю. У випадку банкрутства підприємства або ж втрати довіри до менеджера з боку акціонерів, його можуть просто звільнити.

Точки зору західних науковців на цілі сучасної компанії можна згрупувати за наступними напрямками, наведеними в таблиці 1.1.

Таблиця 1.1

Погляди західних економістів на цілі підприємства¹

Ціль діяльності	Прихильники
створення додаткової вартості	американські економісти і соціологи П. Дракер, М. Фрімен, А. Берлі, Г. Мінз
економічне зростання, підвищення продуктивності праці, соціальна відповідальність	американський і швейцарський економісти Дж. Гелбрейт, Ч. Тавел, англійські соціологи – Г. Девіс, Р. Скейс та ін
створення робочих місць, скорочення безробіття, охорона довкілля тощо	американський соціолог Д. Вішперд, футуролог Е. Тоффлер, та ін.
прибуток, який розподіляється не лише між окремими капіталістами, а й найманими менеджерами, акціонерами	американський економіст С. Соубел, політолог Т. Дай та ін.

¹ Джерело: [44, с.882]

Недоліком, характерним для тверджень більшості цих науковців, економісти [44, с. 882] називають еkleктизм та відсутність субординації цілей

корпорації щодо речового змісту (технології виробництва) і соціально – економічної форми (відносин економічної власності). А тому, головною ціллю діяльності компанії на сучасному етапі розвитку може бути тільки монопольно високий прибуток, а всі інші повинні підпорядковуватись цій меті.

На нашу думку, не можна стверджувати це так однозначно. В умовах зростання підприємства разом з нарощуванням обсягів його діяльності актуальніше постає питання додаткового залучення коштів з метою фінансування такого зростання, а тому підприємство має намагатись мати якомога кращий вигляд в очах потенційних інвесторів. І в майбутньому війна за ресурси, в тому числі фінансові, тільки загострюватиметься, і величина прибутку в цій війні не аргумент.

Прибуток, як правило, є внутрішньою проблемою підприємства, що повністю визначається в межах економічної системи самого підприємства. А тому, в умовах розвитку ринкової економіки в Україні основні орієнтири діяльності слід шукати в зовнішньому середовищі поза підприємством.

Синявський Н. Г. [148, с.12] аналізуючи недоліки бухгалтерського прибутку, серед інших називає:

1. Формальний характер прибутку, в результаті чого він не відображає всіх поступлень грошових коштів і виплат;
2. Прибуток відображає, в основному, рух тільки оборотних активів, залишаючи поза увагою необоротні.
3. Максимізація прибутку звітного періоду часто суперечить його максимізації в довготерміновому періоді.
4. Неможливість оцінки бізнесу тільки на основі величини його прибутку.

А. Глен [24, с. 12-14] частково з ним погоджується і, в свою чергу, виділяє п'ять основних причин, з яких прибуток не може вважатись обґрунтованою ціллю діяльності підприємства і з якими слід погодитись. Це:

перспективи, ризик, проблеми бухгалтерського обліку, комунікація, додатковий капітал.

Якщо два підприємства звітують про одержання однакової величини заробленого прибутку, то це не означає, що у них однакові потенціали зростання, а, отже, і вартість їх однакова. У такій ситуації однакокий результат міг бути досягнутий різними зусиллями менеджерів. Якщо менеджер спрямований на короткотермінову перспективу з метою максимізації прибутку сьогодні, наслідками цього може бути економія витрат на рекламі, на просуванні своєї продукції на ринку, навіть економія на якості під час зростання ціни на продукцію. У цій ситуації прибуток ще деякий час зберігатиметься в силу прив'язаності покупців та їх консерватизмі при виборі продавця, але не обов'язково довго, оскільки нових покупців привабити не вдасться, а старі – перейдуть з часом до конкурентів. Протилежна ситуація складеться за спрямованості менеджменту на довготермінову перспективу. У будь-якому випадку, абсолютна величина прибутку не відображає інформації, наскільки ефективно працювало підприємство.

Якщо ж уявити ситуацію, що ці два підприємства з однаковою величиною прибутку мають однакові перспективи росту, але керівництво по різному ставиться до ризику. Як наслідок, на одному підприємстві – величина прибутку є стабільною кожного року, оскільки керівництво обережно підходить до ризикованих дій, а на другому – суттєві відхилення. Якщо у вдаліший рік величина прибутку другого підприємства може в кілька разів перевищувати прибуток першого, то у менш вдалі роки – можливі навіть збитки. Відповідно, інвестиції в перше підприємство є менш ризикованими, а отже привабливішими для інвесторів, на відміну від інвестицій в друге підприємство.

Прибуток є повністю бухгалтерською величиною, так як інформацію про його величину можна одержати з даних бухгалтерського обліку, а значить коректність його розрахунку значною мірою залежить від належної організації облікового процесу на підприємстві. Окрім того, ведення обліку

передбачає застосування низки суджень та припущень, від обґрунтованості яких теж залежатиме величина заробленого прибутку. Це судження про ймовірність настання чи не настання тієї чи іншої події, тривалість корисного використання активів, величина одержуваної економічної вигоди від використання того чи іншого активу, ймовірність одержання оплати від покупця чи замовника та інше. Ці судження залежать від обізнаності та професіоналізму тих осіб, хто приймає та застосовує ці судження.

Маніпуляції з величиною прибутку можливі і за цілком правильного та законного ведення бухгалтерського обліку. Величина прибутку відрізнятиметься залежно від того, який принцип визнання доходу від реалізації використовується підприємством: касовий чи нарахування. Окрім того, прибуток залежить і від обраного методу нарахування амортизації необоротних активів, і від методу оцінки запасів під час їх списання, і від методу нарахування резерву сумнівних боргів тощо.

Ще одним недоліком бухгалтерського прибутку є і те, що він відображає тільки результати певного звітного періоду і зовсім не враховує наслідки прийнятих управлінських рішень, ефект від яких очікується в довготерміновій перспективі [62].

З наведеного вище можемо зробити висновок, що прибуток є досить суб'єктивною величиною, вплив на який має низка посадових осіб підприємства. Якщо за величиною прибутку оцінюватимуть ефективність роботи цих осіб, то зрозуміло, яку якість матиме такий аналіз.

В Україні склалась критична ситуація з розкриттям інформації про підприємство. До прикладу, на офіційному сайті ВАТ «Укрнафта» остання інформація про фінансові результати діяльності - це звітність за 2005 рік, тобто, п'ятирічної давності. Жодних прогнозів діяльності, жодних стратегічних очікувань компанією не повідомляється. Навіть збори акціонерів ВАТ «Укрнафта» проводяться не регулярно. Передостанні збори відбулись 23 травня 2007 року і після того 7 разів впродовж 2008-2009 р.р проведення

зборів зривалось. За такої ситуації про належний рівень комунікації підприємства з інвесторами не може бути і мови.

Для закордонних підприємств типовою є зовсім протилежна ситуація. Підприємства для покращення свого іміджу в очах акціонерів докладають якнайбільше зусиль для удосконалення комунікацій з ними. Чим більше прозорий та зрозумілий бізнес, тим більше довіри він викликатиме в інвестора. Одержуючи більше інформації про підприємство, для інвестора зменшується ризикованість та невизначеність, а значить збільшується надійність інвестиції. Вибираючи об'єкт інвестування серед двох підприємств з однаковою величиною прибутку, фінансування дістанеться тому, у якого більш відкритий та прозорий бізнес. В інше кошти можуть бути інвестовані тільки за умови вищої плати, оскільки приріст відсотків має компенсувати інвестору більший ризик. Знаючи це, закордонні підприємства добровільно розширюють обсяги оприлюднюваної інформації: повідомляють напрямки дивідендної політики, прогнози фінансових результатів.

Максимізувати прибуток підприємство може за допомогою залучення додаткового зовнішнього фінансування або ж шляхом утримання нерозподіленого прибутку, тобто не виплачуючи власникам дивіденди. Одержавши таким чином додаткові кошти, підприємство може нарощувати обсяги діяльності, а отже створювати підґрунтя для збільшення майбутніх прибутків. Але в такій ситуації з точки зору акціонерів, як власників капіталу, рентабельність капіталу значно знижується, і якщо вона зменшиться нижче прийняттого рівня за наявного ризику, вони відмовляться залишатися акціонерами зі всіма наслідками, які з цього випливають (акціонери масово продають належні їм акції, в результаті чого вартість їх падає, що робить проблематичним залучення нового фінансування). Усе це призводить до того, що бізнес стає привабливим для поглинання іншими компаніями, які, викупивши підприємство, як правило, починають зі зміни керівників на всіх ключових посадах.

Визначаючись з кінцевою ціллю своєї діяльності, сьогодні у підприємства є дуже великий перелік можливих варіантів. Найчастіше це: завоювання визначеної частки ринку і досягнення монопольного становища на ринку; максимальне задоволення потреб працівників; максимізація прибутку; виживання компанії (ця ціль може стати популярнішою особливо в умовах економічної та фінансової кризи); створення іміджу компанії, яка постійно розвивається; покращення добробуту власників бізнесу в довготерміновій перспективі та багато інших.

Підприємство не обов'язково повинне обмежуватися однією ціллю, але визначальною та ключовою повинна бути одна.

Найбільші нафтогазові підприємства України сьогодні є акціонерними, тому детальніше зупинимось на визначені особливостей управління капіталом підприємств саме цієї форми власності.

Українські акціонерні товариства, як правило, сьогодні обирають, в основному, між двома альтернативними концептуальними моделями управління капіталом – американською і німецькою [69, 305-306], хоча в світовій практиці існують і інші.

В американській моделі ключове місце посідають інтереси акціонерів і вся діяльність підприємства спрямовується на покращення їх добробуту в довгостроковій перспективі. Менеджери в рамках цієї концепції, приймаючи будь-які управлінські рішення, повинні вивіряти їх насамперед на предмет впливу на приріст вартості компанії, а ринкова вартість підприємства вважається найкращим мірилом ефективності діяльності. Інтереси найманого персоналу підпорядковуються цій ключовій меті, оскільки вважається, що, якщо зростає добробут акціонерів, це автоматично призводить до зростання добробуту і найманого персоналу [68, с.50].

У німецькій моделі основна увага приділяється інтересам не акціонерів, а найманого персоналу. У виборі даної моделі управління підприємством більше уваги приділяється інтересам всіх інших учасників діяльності, а не

тільки акціонерів, зокрема робітників, які також претендують на свою частку створюваної вартості.

І.Л.Сазонець окрім названих, звертає увагу на ще одну модель – японську [139, с.114-118]. Для цієї моделі характерним є типовий склад власників: обов'язково афілійований банк та група компаній, об'єднаних спільним управлінням та власністю, частка не афілійованих акціонерів – незначна. Однак, не дивлячись на незначну участь японських рядових працівників в управлінні підприємством, всесвітньовідома висока ефективність їх праці. Характерними ознаками японського типу господарювання є: система довічного найму працівників, залежність кар'єрного зростання та підвищення заробітної плати від стажу роботи, рівня кваліфікації та результативності праці, негрошові форми заохочень (регулярні бесіди з працівниками, стажування, співпраця зі старшими за становищем і званням тощо).

Вибрана модель управління має визначальний вплив на побудову системи органів управління акціонерним підприємством. В Україні в цій сфері певною мірою запозичується американська модель, але одночасно робляться зусилля з комбінування основних принципів діяльності усіх моделей з метою більш повного підтримання рівноваги між інтересами всіх різноманітних учасників, наскільки це можливо за чинного законодавства та конкретних умов діяльності підприємства.

Для підприємства важливо як правильно обрати вид діяльності, який буде мати попит, а виконані послуги чи виготовлена продукція задовольняли б конкретні потреби споживачів, так і підвищувати якість своєї продукції чи послуг. Але для того, щоб всі ці намагання не були даремними, виробництво повинне бути, перш за все, економічно ефективним для того, щоб перевершити своїх конкурентів й одержати максимальну віддачу від вкладених ресурсів. А така економічна ефективність можлива тільки у тому випадку, коли в результаті виробництва створюється додана вартість. У свою чергу, для того, щоб одержати приріст доданої вартості, результатом

виробництва повинно бути створення певної цінності, що має вартість для споживачів і за яку вони готові платити.

Отже, справжньою метою діяльності підприємства на сучасному етапі розвитку економіки має стати не сам прибуток, а напрямки його використання та вкладення, що дасть змогу отримати максимальну віддачу. А це, в свою чергу, забезпечить підприємству стійкі конкурентні переваги та ключові чинники успіху в майбутньому.

Останнім часом менеджери з фінансів все частіше ціллю діяльності підприємства зазначають забезпечення зростання вартості підприємства, а, значить, і максимізацію добробуту власників бізнесу [165, с.21]; [24, с.7]; [17, с.38]. І саме з таким підходом до основної цілі діяльності підприємства, на нашу думку, слід погодитись. Це ж декларують прийняті в Україні Принципи корпоративного управління [116], в яких зазначено, що метою діяльності товариства є зростання ринкової вартості акцій акціонерного товариства, яке забезпечує зростання добробуту акціонерів. А для цього товариство повинно здійснювати всі можливі заходи з покращення інвестиційної привабливості своїх акцій, тим самим забезпечуючи право кожного акціонера на одержання доходу.

Не можна сказати, що ця ціль суперечить досягненню інших стратегічних цілей підприємства. Наприклад, приймаючи стратегічні напрямки діяльності керівництво підприємства ставить перед собою мету покращити результати діяльності в довготерміновому плані, що у в свою чергу забезпечить зростання добробуту власників капіталу через зростання ринкової вартості підприємства [17, с. 38-39].

Максимізувати вартість підприємства тільки зусиллями управлінського персоналу неможливо. Керівництво не має змоги діяти в ізольованих умовах від зовнішнього економічного середовища. Об'єктивними зовнішніми економічними чинниками, що впливають на вартість підприємства, є: різноманітні законодавчі обмеження, зокрема антимонопольне законодавство; податкові чинники; становище підприємства на ринку; необхідність захисту

навколишнього середовища; особливості трудового законодавства; вимоги правил техніки безпеки тощо. Приймаючи програму довгострокового стратегічного розвитку, керівництво змушене враховувати ці чинники. Самого складання програми розвитку підприємства на перспективу є недостатньо. Свої корективи обов'язково внесуть і такі чинники, як рівень економічної активності, загальний стан економіки країни, рівень оподаткування. Окрім всіх вище названих факторів не можна нехтувати і міжнародними, а саме: вартість капіталу за кордоном, міжнародна фінансова криза тощо.

За твердженням Ковтун О. І. [66, с.58] основними складовими цілі підприємства є: певний ідентифікуючий цю ціль показник, конкретизація засобів оцінювання цього показника, визначення певного очікуваного бажаного значення величини обраного ключового показника.

Таким чином, визначившись зі стратегічною цілю своєї діяльності, перед менеджментом підприємства постає наступна проблема. Потрібно мати відповідний інструмент для того, щоб оперативно звірятись, чи рухається підприємство обраним шляхом. Таким інструментом для нафтогазових підприємств повинна стати оцінка ефективності діяльності, адже підвищення ефективності використання активів є однією з передумов поліпшення фінансового стану підприємства [50, с.200]. Виробництво тільки тоді економічно ефективне, якщо створює додану вартість [21].

Питання ефективності діяльності завжди було і є серед важливих актуальних питань, що розглядаються як науковцями, так і практиками.

Розрізняють дві категорії: «ефект» і «ефективність».

Ефект походить від латинського слова, що означає «результат». Це підтверджує і А. В. Шегда «Термін ефект має значення результату, наслідку зміни стану певного об'єкта, зумовлено дією зовнішнього або внутрішнього фактора» [39, с.356].

Форма прояву ефекту може бути матеріальна, грошова, соціальна, просування кар'єрною драбиною [46 с. 216]. Виразитись він може у вигляді одержання додаткової суми доходу чи прибутку, суми зниження витрат,

збільшення ринкової вартості підприємства, приросту грошового потоку тощо [10, с.380].

Якісно ефект може мати позитивне, негативне або нульове значення [39, с.356]. Кількісний бік ефекту характеризує ефективність.

Мочерний С. В. зазначав, що ефективність полягає «у здатності створювати ефект, результативність» [46, с. 217]. В загальному вигляді ефективність полягає в комплексній оцінці кінцевих результатів використання засобів і предметів виробництва та робочої сили працівників за певний період часу [40, с. 513], [39, с. 357], [169, с. 499].

Таким чином, маємо три ключові характеристики ефективності:

- комплексна оцінка;
- кінцеві результати використання;
- певний часовий відрізок.

Метою оцінки ефективності є виявити результативність роботи підприємства через призму результативності його виробництва, яке, у свою чергу, здійснюється в поєднанні чинників (засобів і предметів праці, трудових ресурсів), на які впливає величезна кількість організаційних, технологічних, управлінських та низки інших чинників. Говорячи про виробництво, ми не маємо на увазі тільки виробничі підприємства. У даному випадку виробництво вживається нами як синонім діяльності.

Кінцеві результати виробництва можуть відображатись у величині виготовленої продукції як у вартісному, так і в натуральному вимірі, у сумі заробленого прибутку й інших вимірах, як і ефект. Звичайно, залежно від мети аналізу, може виникнути потреба оцінки ефективності і на проміжному етапі виробництва (наприклад ефективність виробництва напівфабрикатів) або ж на рівні підрозділу чи бізнес-процесу, але і в цьому випадку основою для оцінки будуть кінцеві результати чи проміжного етапу виробництва (одержаний напівфабрикат), чи бізнес-процесу тощо.

Оцінювання ефективності завжди здійснюють в динаміці, за певний період часу, тому неможливо таку оцінку зробити дискреційно, на певний

момент часу, оскільки, як уже зазначалось раніше, оцінюються одержані результати, а для цього потрібен час.

Інколи, особливо в західній практиці, як синонім ефективності діяльності, може використовуватись термін «продуктивність системи виробництва та обслуговування» [40, с.514], що є значно ширшим поняттям, аніж просто продуктивність праці, рентабельність капіталу.

Західні економісти, як зазначає С. В. Мочерний [46, с.218], розглядають ефективність у розрізі різних аспектів, основними з яких є: співвідношення між спожитими ресурсами та обсягом одержаних в результаті виробництва товарів та послуг; максимізація обсягів виробництва за мінімальної вартості спожитих ресурсів; виробництво товарів заданої вартості в умовах мінімізації витрачання ресурсів; вибір найкращого варіанту використання обмежених економічних ресурсів; співвідношення цінності результату і витрат та ін.

Багатоаспектність визначення та змісту ефективності діяльності зумовила значну кількість варіантів цієї категорії, з'ясувати які допоможе аналіз її класифікації. Кожна з виділених видів ефективності є важливою для аналізу системи господарювання та має практичне значення.

Основні види ефективності та їх характеристика наведені в додатку Б.

Отже, економічна ефективність – це «...складна економічна категорія, що відображає результативність виробництва і господарювання, ступінь раціональності застосування живої і уречевленої праці у виробництві» [159, с.11].

Формалізовано загальну методологію розрахунку ефективності виробництва, що відображає її економічну сутнісну інтерпретацію, можна записати у вигляді формули [41, с.458]:

$$E_{\phi} = \frac{E}{P_{\epsilon}} ; \quad (1.1)$$

де E_{ϕ} – ефективність;

E – ефект (результат);

P_{ϵ} – ресурси (витрати).

Але даний спрощений формалізований вигляд тільки створює ілюзію простоти. Насправді тут є низка дискусійних питань. Насамперед, проблема полягає в тому, щоб визначити, які саме результати зіставити з якими ресурсами. Як уже згадувалось раніше, результат діяльності підприємства є наслідком сумарного впливу низки чинників, врахувати які є абсолютно неможливо у зв'язку з неможливістю їх оцінки чи виокремлення індивідуальної дію тощо. Тому на практиці плюралізм (множинність) точок зору на дане питання було об'єднано в три напрямки [39, с.358]:

1. витратний (результат зіставляється з витратами, які були понесенні для його досягнення);

2. ресурсний (економічний результат діяльності системи порівнюються з економічною оцінкою тих економічних ресурсів, які були спожиті системою в процесі їх створення);

3. витратно-ресурсний (поєднує два попередні, враховується як оцінка ресурсів, так і поточні витрати. Під час застосування такого підходу слід обережно і зважено уникати подвійного рахунка і впливу галузевих відмінностей виробництва (капіталомісткості, фондомісткості, трудомісткості тощо).

На нашу думку, переконливих аргументів, що вказували б на перевагу одного з них немає, тому всі вони мають право на існування. Доцільність кожного з них є обґрунтованою та визначається поставленими перед аналізом завданнями і конкретними обставинами. Для нафтогазових підприємств, діяльність яких вимагає значних сум використуваного капіталу, найдоречнішим, за нашим переконанням, є використання ресурсного підходу для оцінювання ефективності діяльності.

Як ефект (чисельник у формулі (1.1)) можна застосовувати різні показники. Традиційно це:

- у вітчизняній практиці:

1. вартість створеного продукту (виготовленого чи реалізованого, в оптових цінах чи за собівартістю);

2. чистий бухгалтерський прибуток;
- у західній практиці:
3. бухгалтерський прибуток плюс амортизація;
4. бухгалтерський прибуток до виплати податків і відсотків (ЕВІТ);
5. бухгалтерський прибуток до виплати податків, відсотків та вирахування амортизації (ЕВІТДА).

На жаль, у цьому переліку немає економічного прибутку, хоча, на нашу думку, саме економічний прибуток дасть змогу адекватно оцінити ефективність діяльності підприємства.

Система показників оцінки ефективності діяльності складається з таких груп [39, с.364], [169, с.500]:

1. ефективності використання засобів виробництва (основних засобів);
2. ефективності використання предметів праці (оборотних активів);
3. ефективності використання трудових ресурсів (праці);
4. ефективності капітальних вкладень і окремих напрямків діяльності;
5. узагальнюючі показники ефективності діяльності підприємства.

При визначенні ефективності різні науковці використовують різні терміни, зокрема ефективність, рентабельність, прибутковість. На нашу думку всі названі терміни є синонімами, але існують й інші точки зору. Деякі вчені стверджують, що говорити про рентабельність можна тільки у відношенні до використання земельних ресурсів, оскільки, як відомо з економічної теорії, рента – це вид доходу, одержаного від використання землі. Але ж, термін «рентабельність» походить від німецького *rentabel*, що в перекладі означає дохідність, прибутковість, а тому прив'язувати даний термін до категорії «рента» є необґрунтовано. Існує також думка, що термін «ефективність» характеризує тільки ефективність понесених витрат. Але, як було сказано вище, ефективність розраховується не тільки у відношенні до витрат, але і до величини використаних ресурсів, а значить таке обмежене трактування теж є штучним. Тому в даній роботі ці терміни будуть використовуватись як рівні за значенням.

У фінансовій практиці, як вітчизняній так і зарубіжній, найрозповсюдженішими є наступні показники, на основі яких характеризують діяльність підприємства, а саме [162, с.501-504], [160, с.450-453], [63, с.441-443], [159, с.28-31], [89, с.196], [154, с.296], [157, с.64-67], [161, с.391-393], [26, с.467-471], [145, с.427-429]:

- Рентабельність продаж визначає прибутковість реалізації продукції і розраховується як відношення валового прибутку до чистого доходу від реалізації.

- Рентабельність продукції (робіт, послуг) характеризує прибутковість інвестування підприємством коштів у виготовлення і реалізацію продукції. Розраховується даний показник через співвідношення валового прибутку до собівартості реалізації готової продукції (робіт, послуг).

- Прибутковість активів (ROA – Return on Assets) відображає ефективність використання всіх наявних у підприємства активів. Її ще називають коефіцієнтом економічної рентабельності, який використовується для оцінки ефективності роботи менеджменту. Саме показник рентабельності активів відображає вплив набору чинників, які характеризують різні напрямки діяльності підприємства, а тому на базі даного показника була розроблена популярна сьогодні модель ДюПонт, в якій об'єднано два аспекти – дохідність і прибутковість використання активів. У вітчизняній практиці даний показник використовується під назвою «чиста рентабельність підприємства». Порівняльний аналіз підходів різних вітчизняних і зарубіжних науковців до розрахунку цього та деяких інших показників наведено в додатку В. Математично даний показник відповідає іншому, що є поширеним у закордонній практиці – прибутковості сукупного капіталу (ROC – Return on Capital). Розраховується він аналогічно, як відношення чистого прибутку до величини сукупного капіталу підприємства.

- Прибутковість використання коштів інвесторів, вкладених у власний капітал підприємства показує коефіцієнт рентабельності власного капіталу (ROE – Return on Equite). Цей показник ще називають коефіцієнтом

фінансової рентабельності і цікавий він, насамперед, власникам підприємства. У західній фінансовій практиці на основі даного показника оцінюють якість управління підприємством, тому що одержання достатньої величини прибутку на вкладений у підприємство власний капітал є одним із головних завдань саме управління. Підвидом даного показника є рентабельність акціонерного капіталу, який відображає прибутковість інвестицій власників простих акцій акціонерного товариства, а тому для розрахунку використовується та частина чистого прибутку, що залишається власникам простих акцій після виплати дивідендів за привілейованими акціями.

Показники «прибутковість активів» та «прибутковість власного капіталу» між собою тісно пов'язані. Цей взаємозв'язок можна виразити через рівняння [41, с.65]:

$$ROE = ROA \times \frac{A}{E} ;$$

де А – активи підприємства; Е – власний капітал.

Дане рівняння відображає залежність прибутковості власного капіталу від прибутковості використання активів та від фінансового левериджу (важеля), який, у свою чергу, розраховується як співвідношення вартості сукупних активів підприємства до власного капіталу. Чим більше підприємство залучає позикових коштів, тим більший ефект фінансового важеля. Такий приріст є доцільним тільки у тому випадку, якщо прибутковість активів є вищою, ніж середня відсоткова ставка за запозиченнями. У протилежному випадку приріст запозичень призведе до зменшення прибутковості власного капіталу.

Наступний показник - прибутковість інвестицій (*ROI* – Return on Investment). На відміну від попередніх, він враховує масштаб підприємства через величину інвестованого в діяльність капіталу і визначається відношенням прибутку до інвестованого капіталу. Основними двома чинниками, що впливають на формування величини даного показника, є прибутковість реалізації та оборотність капіталу [43, с.145]:

$$ROI = \frac{\Pi}{\text{Дох}_{\text{реал}}} \times \frac{\text{Дох}_{\text{реал}}}{IK} ;$$

де Π – прибуток;

$\text{Дох}_{\text{реал}}$ – дохід від реалізації;

IK – інвестований капітал.

Ефективність діяльності характеризує і дотримання підприємством загальноприйнятого співвідношення:

$$Tr \Pi \geq Tr \text{Дох}_{\text{реал}} \geq Tr A ;$$

де $Tr \Pi$ – темп росту прибутку;

$Tr \text{Дох}_{\text{реал}}$ – темп росту доходу від реалізації;

$Tr A$ – темп росту вартості активів (майна) підприємства.

Ключовим у процесі оцінки ефективності діяльності підприємства є визначення належного критерію, щодо якого вже і будуватиметься система показників ефективності.

Цей критерій має стати щонайменше головним і визначальним у пізнанні суті ефективності діяльності і методологічною основою, щодо якої буде проводитись кількісний вимір цієї ефективності. Адекватно обраний та сформульований критерій має стати відмітною ознакою, що якнайповніше відображає зміст ефективності як економічної категорії.

На нашу думку для нафтогазових підприємств таким критерієм має стати показник – прибутковість використання інвестованого капіталу. Вибір цього критерію зумовлений значною фондомісткістю діяльності нафтогазових підприємств, а значить саме використання капіталу є ключовим критерієм, від якого в значній мірі залежить ефективність діяльності цих підприємств. Але, на відміну від традиційного показника, прибутковість використання інвестованого капіталу нафтогазових підприємств потрібно розраховувати виходячи з економічного, а не бухгалтерського прибутку.

$$Pr_{ik} = \frac{\Pi_e}{IK} ; \quad (1.2)$$

де Pr_{ik} – прибутковість використання інвестованого капіталу;

P_e – економічний прибуток;

IK – інвестований капітал.

Економічний прибуток дає змогу усунути обмеження бухгалтерського прибутку, серед яких - не врахування альтернативних витрат на інвестиції, що використовуються на даному підприємстві. Економічний прибуток враховує вартість не тільки залученого, але і власного капіталу, тобто вартість усього капіталу. Крім того, це дасть змогу позбутись й іншого недоліку існуючого традиційного показника рентабельності інвестованого капіталу, а саме не врахування економічного зростання, що відображає створена додана вартість.

З іншого боку, як використані інвестиційні ресурси необхідно враховувати тільки той капітал, який зумовив цей ефект. У традиційному показнику враховується весь інвестований капітал. Але ж серед джерел капіталу є не тільки платний, але і безплатний капітал. Тоді, якщо для розрахунку буде використана вся сума капіталу, відбудеться «розбавлення» прибутковості, тому що серед інших ресурсів буде враховано і ті джерела, вартості яких немає в одержаному ефекті. У результаті такого розрахунку прибутковість буде менша за реальну. Тому для розрахунку прибутковості використання інвестованого капіталу в знаменнику потрібно враховувати тільки відсотковий інвестований капітал, оскільки тільки його вартість враховується при обчисленні величини економічного прибутку.

Таким чином, проаналізувавши існуючі підходи до визначення основної цілі діяльності було обґрунтовано недоцільність використання максимізації прибутку як основної цілі діяльності підприємства, натомість рекомендовано запровадження управління підприємством на основі вартості. Ключовим критерієм при цьому було обрано для нафтогазових підприємств оцінювання ефективності діяльності на основі прибутковості використання інвестованого капіталу. В свою чергу, цю прибутковість запропоновано розраховувати на основі економічного, а не бухгалтерського прибутку.

1.3 Вартість та її концептуальне застосування для вимірювання ефективності використання інвестованого капіталу

Для правильної оцінки величини економічного прибутку необхідним є адекватне оцінювання вартості задіяного для цього інвестованого капіталу.

Концепція вартості капіталу є однією з ключових фундаментальних теорій сучасної системи фінансового менеджменту. Саме вартість інвестованого капіталу як реальної вартості інвестованих в це підприємство засобів є тим показником, що характеризує вартість підприємства.

За визначенням будь-який актив має свою вартість. Для того, щоб раціонально інвестувати кошти в придбання активів і ефективно управляти їх використанням, потрібно мати можливість не тільки правильно визначити їх вартість, але і враховувати дію всіх чинників, що впливають на формування вартості цих активів. Вартість активів, у свою чергу, формує вартість капіталу.

Проблемам вартості і ціни капіталу присвячено багато наукових досліджень. Результати цих досліджень обговорюються на наукових конференціях, їх публікують у періодиці та наукових виданнях. Але при цьому більшістю з них ототожнюються поняття вартість капіталу з його ціною. Але, категорії «вартість» і «ціна» не завжди можна ототожнити.

Вартість - це одна з базових категорій економічної думки. Тлумачення цієї категорії і сьогодні є предметом гострих наукових дискусій та суперечок. Найчастіше саме визначення економічної суті вартості є ключовими відмінностями в поглядах вчених різних економічних шкіл.

На сьогодні існує велика кількість різних концепцій вартості, але всіх їх можна згрупувати у два основоположні напрямки: трудова теорія вартості і маржиналізм. Прихильники першого напрямку – трудової теорії – вважають, що вартість визначається витратами праці (суспільно – необхідним часом), а маржиналісти – граничною корисністю благ.

Серед економістів, прихильників трудової теорії вартості, слід назвати А. Сміта, Д. Рікардо, К. Маркса та ін.

Так, теорія вартості і ціни є однією з визначальних складових досліджень А. Сміта. У концепції вартості цього економіста можна виділити три підходи до трактування вартості [59, с. 190].

- вартість визначається витраченою на виробництво працею;
- вартість визначається працею, що купується, тобто кількістю чужої праці, яку товаровиробник може одержати в обмін на власну працю;
- вартість визначається сумою доходів: заробітної плати, прибутку та ренти.

Наприкінці XIX століття в економічній науці було започатковано нову течію, що дістала назву маржиналізму. Представники нового напрямку через формування нових поглядів та підходів до основних проблем економічної науки, відкриття маржинального аналізу та інших нових методів дослідження здійснили перехід від класичної політекономії, що превалювала в економічній науці майже 200 років, до неокласичної економічної теорії.

Видатними економістами, які здійснили маржинальну революцію та продовжили дослідження ідей маржиналізму, були англієць В. С. Джевонс, австрійці К. Менгер, Ф. Візер, Е. Бем - Баверк, представники Кембриджської школи А. Маршал, А. Пігу, Ф. Еджуорт та Лозаннської школи – Л. Вальрас, В. Паретто.

На відміну від прихильників трудової теорії вартості, які вважали джерелом формування вартості витрати виробництва та людську працю, маржиналісти визначають цінність корисним ефектом благ.

«Благо – це все те, що включає в себе певний позитивний зміст, а саме предмет, явище, продукт праці, що задовольняє певну людську потребу і відповідає інтересам, цілям, прагненням людей» [171, с.32]. Навіть товар є тільки специфічним створеним благом, призначеним спеціально для обміну. Корисність блага не є його об'єктивною характеристикою, так як повністю залежить від суб'єктивних уподобань споживача. Цінність блага

відображається розумінням споживача значення та необхідності конкретного блага для його життя та благополуччя.

За наявністю корисні блага можна розділити на дві групи: необмежені та рідкісні. Якщо необмежені рідко вважаються цінними (повітря, вода і т.д.), бо завжди є в безмежній кількості, то обмеженим завжди приписують цінність.

У процесі споживання благ діє закон спадної корисності, згідно з яким ступінь задоволення від кожної наступної одиниці блага стає все меншою аж до повного насичення.

Маржиналісти розрізняють сукупну корисність благ та граничну корисність. Якщо сукупна корисність – це загальна корисність усієї доступної споживачеві кількості благ, то гранична корисність – це найменша додаткова корисність, яка додається новою останньою в конкретному випадку одиницею блага.

Хоч прихильники трудової теорії вартості та маржинальної теорії розглядають різні аспекти процесу формування вартості, ці аспекти неможливо між собою розірвати, оскільки вони існують одночасно.

Для того, щоб глибше розібратись з економічною сутністю вартості, детальніше проаналізуємо відносини між виробником та споживачем товару в результаті яких і виникають дві природні властивості товару.

Виробник з самого початку створює товар для використання його кінцевим споживачем. Таким чином, цей продукт можна розглядати з двох позицій: по – перше, у відношенні до споживача, оскільки він створений задовольнити його потребу, по – друге, у відношенні до виробника, оскільки продукт є його об'єктивна упредметнена праця, яка з форми процесу перетворилась у форму буття. Отже, відношення до продукту – це, з одного боку, відношення до корисної речі, блага, а, з іншого боку, це відношення до упредметненої праці виробника, тобто відношення до іншої людини [29, с.257].

Кожен продукт може виступати благом. Споживча вартість відображає здатність блага задовольняти певну потребу. Значить благо тому і є благом, що має таку здатність, а отже має споживчу вартість. Але разом з тим, благо не можна ототожнювати з його споживною вартістю, хоча вони і не існують одне без одного.

Суб'єктивним мірилом споживчої вартості виступає корисність цього блага для конкретного суб'єкта.

Таким чином, можемо зробити висновок, що споживна вартість блага є його об'єктивною властивістю, а корисність – суб'єктивною.

Блага, які за своєю суттю є цілком різні, не можна порівнювати між собою, а отже, не можна порівняти і їх споживчі вартості, адже кожне благо покликане задовольнити певну унікальну потребу. Споживна вартість, як об'єктивна властивість блага (продукту), не визначає ні кількісні співвідношення обміну продуктів, ні їх мінові пропорції. Різні блага можна порівнювати тільки на основі їх корисності як суб'єктивного сприйняття цього блага і основи для визначення можливих кількісних співвідношень між окремими благами.

Звідси можна навести послідовність реалізації продуктом своїх властивостей як блага: спочатку продукт виступає потенційним благом, далі визначається здатність цього блага задовольняти конкретну потребу через споживчу вартість, і, нарешті, споживач оцінює його корисність, що буде одержана ним від споживання цього блага.

Іншою стороною відносин вартості є відношення до продукту як упредметненої праці виробника, яка в процесі свого руху до споживача теж проходить різні форми [29, с.259]. Насамперед, продукт виступає упредметненою працею виробника, що приймає форму потенційного блага. В процесі обміну продукт приймає форму вартості, яка через зовнішні співвідношення благ, що беруть участь у обміні, одержує форму мінової вартості.

Взаємозв'язок названих відносин вартості зобразимо на рис. 1.1.

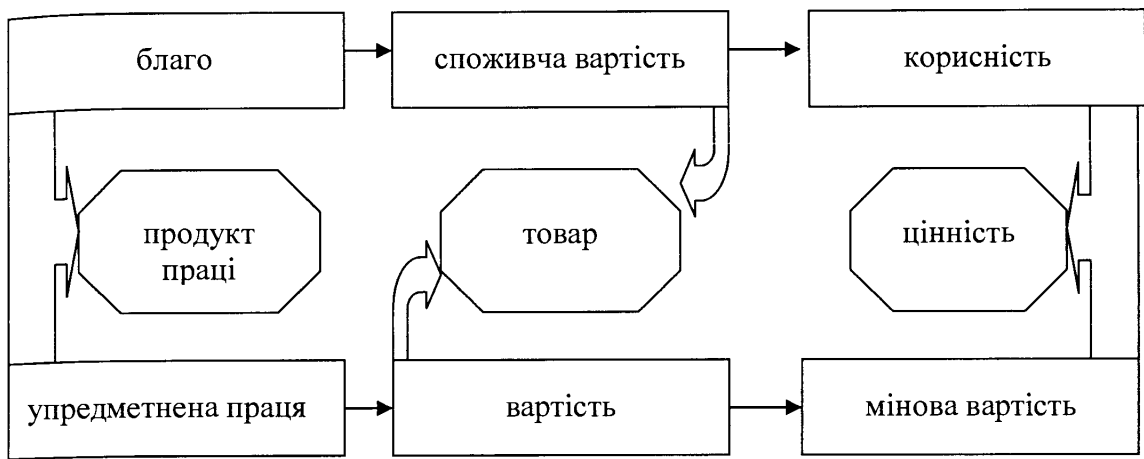


Рис.1.1 Взаємозв'язок та єдність окремих характеристик категорії «вартість»

Як бачимо на рис. 1.1, саме єдність відповідних характеристик допомагає продукту праці виробника як потенційному благу перетворитись на товар, котрий в процесі обміну отримує свою ціну.

Цього підходу притримуються і економісти [46, с. 83], які зазначають, що в основі вартості товару, роботи чи послуги лежить два чинника: суспільно необхідна праця та суспільна споживна вартість, що в сукупності відіграють вартісноутворюючу роль. За умови рівності наявної кількості товарів і послуг величині суспільно необхідної потреби в них, вартість цих товарів та послуг визначається повністю суспільно необхідними витратами праці. Ціна ж, за їх твердженням, виступає грошовим вираженням такої вартості.

Відносини вартості виникають у випадку необхідності вибору блага. У цій ситуації виникає необхідність порівняння благ між собою і надання якомусь з них переваги над іншими. Критерієм для такого вибору і виступає вартість. Отже, можна сказати, що саме вартість виступає основою для вибору між кількома альтернативами.

Цю тезу підтримують львівські науковці, які зазначають, що саме вартість є базою, яка економічно ототожнює гроші і товар, виступаючи спільною основою цих категорій. Сама ж вартість відображає грошову оцінку цінності будь-чого або ж величину витрат на будь-що [52, с. 116]. Натомість у розкритті суті ціни вони, погодившись, що ціна виступає грошовим виразом

вартості, зазначають, що на її величину має вплив не тільки вартість, але і величина самої грошової одиниці, за допомогою якої цю ціну вимірюють [52, с. 976]. І з цим слід погодитись. Чим дорожчою стає грошова одиниця, тим меншою ціна, і навпаки, а вартість товару чи послуги за будь-яких коливань вартості грошової одиниці залишається без змін.

Серед основних причин, з яких категорії «вартість» і «ціна» відрізняються між собою Витвицький Я. С. називає [20, с.41-42] наступні:

- якщо вартість виступає очікуваною ймовірною величиною, то ціна – це завжди фактична сума коштів, яка була сплачена чи отримана за передачу права власності на майно;

- відхилення ціни від вартості викликають будь-які істотні порушення умов «справедливого продажу товарів».

Відмінність між вартістю і ціною підкреслюють А. Т. Грязнова і М. А. Федотова, які зазначають, що «ціна - це показник, що позначає грошову суму, яка необхідна, очікувана чи сплачена за деякий товар чи послугу. Вона є історичним фактом, тобто відноситься до певного моменту і місця. Залежно від фінансових можливостей, мотивів чи особливих конкретних інтересів покупця і продавця ціна може відхилитись від вартості» [97, с.24].

Тому слід погодитись, що ціна виступає вираженням вартості, і хоч в ідеалі вартість і ціна повинні зрівнюватись, на практиці це не завжди так. У дійсності, ціна товару, роботи чи послуги є рівною її вартості тільки при рівності попиту і пропозиції на цей товар, тобто коли ринок знаходиться в рівновазі. Коли ж на ринку спостерігається відхилення в той чи інший бік, це зразу викликає і відхилення ціни від вартості в більшу чи меншу сторону. Якщо попит перевищує пропозицію даного товару на ринку спостерігається його дефіцит, а тому ціна зростає і стає більшою за дійсну вартість цього товару. Практично покупці в такому випадку переплачують за право придбати дефіцитні одиниці товару. У протилежному випадку, коли пропозиція товару є більшою, ціна падає і стає меншою за вартість, яку повинен би мати цей

товар, і ця різниця стає втратами продавця, на які він погоджується за право продати цей товар.

Таким чином, можна сказати, що саме попит і пропозиція є визначальними чинниками, що впливають на ціну. Їх співвідношення формує ринкові ціни. У разі падіння попиту чи зростання пропозиції за незмінного попиту - ціни знижуються, у разі ж зростання попиту в умовах незмінної пропозиції чи зменшенні пропозиції – ринкові ціни зростають.

Ціна виступає важливим економічним важелем ринку, оскільки за її посередництвом виражається вартість товарів, робіт, послуг, ресурсів, складові валового національного продукту, економічний рівень виробництва, обігу і споживання.

Ціна виконує функції інструменту управління в будь-якій економічній системі.

Економічний зміст ціни та її роль у господарській системі розкривається через її функції, а саме [167, с. 60-61]:

1. вимірально- інформаційну;
2. координаційну (підтримка збалансованості і рівноваги);
3. стимулюючу;
4. розподільчу.

Ціна виступає грошовим виразом вартості товарів, робіт, послуг. За її допомогою здійснюються розрахунки різних економічних показників. Окрім того, ціна виступає базою для прийняття багатьох управлінських рішень, порівняння серед кількох альтернатив.

За посередництвом ціни здійснюється зв'язок між виробництвом і споживанням, попитом і пропозицією, а значить ціна допомагає у регулюванні пропорцій та забезпеченні стабільності розвитку галузей народного господарства. Як відомо, ресурси є обмежені, тому важливим є їх раціональний розподіл між окремими галузями і підприємствами. Якщо такий розподіл здійснено в оптимальних пропорціях, то на ринку встановлюється рівноважна ціна на рівні суспільно необхідних витрат праці. Якщо ж

пропорції порушуються, ціна на ринку відхиляється в більшу чи меншу сторону, що і сигналізує про появу диспропорцій та нестабільності в господарській системі, і вимагає прийняття відповідних заходів щодо їх подолання.

Через ціну підприємства заохочуються до покращення своїх результатів діяльності шляхом зниження витрат у результаті використання передової техніки, технологій; шляхом збільшення обсягів випуску і реалізації продукції; випуску нових видів продукції, продукції вищої якості, покращених характеристик, що користуються більшим попитом у покупців; і, звичайно, підвищення чи зниження ціни впливає на рівень придбання товарів споживачами.

Будучи мірилом під час операцій купівлі-продажу, ціна виступає інструментом раціонального розподілу ресурсів між контрагентами. Від зміни ціни залежать доходи продавців та витрати – покупців.

Усе має свою ціну – будь-який товар чи будь-яка послуга. Ціна є навіть для людської праці, яка, у цьому випадку, називається ставкою оплати праці.

Будь-який суб'єкт ринку продаючи щось одержує за це оплату, яку може потратити на придбання необхідних для нього речей. Це правило справедливо і для ринку чинників виробництва: праці, землі, капіталу.

Цінами таких чинників виробництва як праця і земля, виступають заробітна плата і рента. На відміну від первинних чинників, пропозиція яких визначається поза сферою економічної системи, капітал виступає дещо специфічним фактором, оскільки є продуктом самої економічної системи з метою використання як чинника виробництва для подальшого виробництва товарів та послуг [141, с. 203].

Людам притаманне бажання заощаджувати, тобто утримуватись від негайного споживання з метою відтермінування такого споживання в часі, перенесення його на майбутнє. Це дає можливість суспільству перетворити свої ресурси на нові капіталування, тобто вилучити ресурси з поточного виробництва і направити туди, де вони створюватимуть базу для майбутнього

виробництва, а значить і віддачу принесуть тільки з плином часу. Тому, економічна діяльність завжди націлена на майбутнє [142, с. 42]. А це значить, що значна частина поточного економічного споживання є результатом минулих заощаджень, а поточні виробничі зусилля створюють основу для майбутнього. З цього можна зробити висновок, що завжди певна частина поточних виробничих зусиль спрямовується на нове капіталоутворення, а значить поточним споживанням жертвується заради створення бази для нарощення виробництва в майбутньому.

На відповідному ринку капітал, точно так само як і інші чинники виробництва, можна давати або отримувати у використання.

Підприємству для фінансування своєї діяльності та досягнення цілей свого існування необхідна певна величина капіталу. З іншого боку, маючи надлишок капіталу постачальник є зацікавленим у його інвестуванні, адже «гроші повинні працювати». Таким чином, капітал, як і будь-який інший продукт, можна розглядати з двох позицій: у відношенні до підприємства, оскільки капітал призначений задовольнити його потребу у фінансуванні, а, з іншого боку, у відношенні до постачальника капіталу, якому він повинен принести відповідний дохід.

Капітал, як і будь-який інший ресурс має свою вартість. Якщо у відношенні до підприємства ця вартість буде визначатись витратами, які воно зобов'язане буде заплатити постачальнику капіталу, то у відношенні до постачальника ця вартість капіталу буде визначатись дохідністю, яку він хоче і одержує на свій капітал.

Вартість капіталу прямо пов'язана з проміжком часу, впродовж якого використовується цей капітал. Тому дохід на капітал визначається у вигляді певної відсоткової ставки, розрахованої за одиничний проміжок часу (як правило, рік), незалежно від величини самого капіталу. Така відсоткова ставка є певною кількістю відсотків за одиницю часу (рік, місяць і т. д.), що тільки підкреслює тісний взаємозв'язок між капіталом і часом.

На ефективно функціонуючому ринку перспективи розвитку ринку цілком визначені. В таких умовах кожен суб'єкт може одержати певну суму коштів чи, навпаки, вкласти її під існуючу на ринку єдину відсоткову ставку. А значить, в таких умовах, кожен вид активу буде приносити однаковий рівень доходу, який дорівнюватиме ринковій ставці відсотка. Якщо ж це не так, то, оскільки ринок ефективний, це зразу відобразиться на ціні такого активу. Якщо, наприклад, номінальна відсоткова ставка облігації буде більша ніж ринкова, то ринкова ціна такої облігації аж ніяк не дорівнюватиме номінальній, а буде вищою від неї на стільки, щоб загальна дохідність такої облігації стала рівна ринковій, і навпаки. Звідси можна зробити висновок, що в умовах прогнозованого ринку вартість будь-якого активу встановлюється відповідно до цін, за якими купують їх чи продають на ринку, а ті, у свою чергу, встановлюватимуться, виходячи з теперішньої дисконтованої вартості всіх чистих доходів, що принесуть ці активи в майбутньому.

Капіталу притаманна така економічна характеристика, як чиста продуктивність [141, с. 205]. Вона полягає у здатності створювати додаткову кількість продукції, що залишається після всіх відрахувань на амортизацію (покриття витрат на відновлення необоротних активів). Ця продуктивність і виражається у формі річної відсоткової ставки. Прискорення темпів накопичення капіталу відбувається тільки за умови скорочення розмірів поточного споживання.

Чиста продуктивність капіталу чи окремого проекту капіталовкладень – це виражений у відсотках річний дохід, одержаний від використання цього капіталу. З іншого боку, ця ж чиста продуктивність проекту може розраховуватись як ринкова відсоткова ставка, за якої проект забезпечить повне відшкодування вкладених коштів.

Закон спадної дохідності справедливий і у випадку зі вкладеннями капіталу. Якщо з часом все більша сума буде заощаджуватись з поточного споживання і направлятись на накопичення капіталу, то рано чи пізно вичерпається запас можливих проектів для вкладення капіталів з високою

чистою продуктивністю. Якщо абстрагуватись від впливу інших чинників, то в результаті дії закону спадної дохідності для вкладення капіталу залишатимуться проекти з усе меншим рівнем доходу, а значить ціна капіталу падатиме. На практиці так не відбувається, бо протидію цьому чинить низка чинників, таких як нові технічні відкриття, введення нової техніки, розширення нових ринків тощо.

Оцінка вартості капіталу є важливим чинником ефективного управління капіталом компанії. Оцінювання визначається як спосіб призначення ціни чи визначення вартості [47, с. 59].

За визначенням А. Т. Грязнової і М. А. Федотової «Оцінювання вартості будь-якого об'єкта полягає у впорядкованому, цілеспрямованому процесі визначення вартості об'єкта у вартісному виразі з урахуванням реального і потенційного доходу, що одержується від цього об'єкта в певний момент часу в умовах конкретного ринку» [97, с. 9].

Об'єктом оцінки може виступати будь-який об'єкт власності, чи то матеріальний, чи нематеріальний, кожен окремо чи в сукупності, або ж разом з правами на нього його власника. За твердженням Євтуха О. Т.: «...ефективне використання вартості в економіці повинно починатися з її оцінки... Жоден із значних напрямків діяльності економіці неможливо здійснити без оцінки вартості товарів чи послуг» [49, с. 13].

Відмінною рисою процесу оцінки є ринковий її характер, що полягає у врахуванні не тільки фактичних витрат на придбання активу, але і низки ринкових чинників, таких як ризик, час, ринкова кон'юнктура, економічні особливості об'єкта, макро - і мікроекономічне середовище існування та ін.

В сучасних ринкових умовах практично будь-який об'єкт власності може стати джерелом можливого доходу, а значить об'єктом ринкової угоди. На особливу увагу, з цієї точки зору, заслуговує бізнес як окремий об'єкт оцінки, та капітал, як його невід'ємна суть.

Капітал завжди знаходиться на стику інтересів власників капіталу та підприємств, тому процес визначення вартості капіталу не обмежується тільки

розрахунком плати власникам капіталу за надані фінансові ресурси. З іншого боку, вартість капіталу показує ту мінімальну прибутковість діяльності, досягнення якої повинно забезпечити керівництво підприємства, щоб не допустити зниження вартості підприємства.

З точки зору одержувача капіталу економісти дають наступне визначення вартості капіталу: «вартість капіталу – це витрати на залучення капіталу з різних джерел, тобто сума коштів, які підприємство повинно регулярно виплачувати власникам капіталу (кредиторам, інвесторам) з урахуванням суми залученого капіталу» [52, с. 119]. Так як на практиці таких джерел одержання капіталу кожне підприємство має не одне, тоді середня ціна, яку платить підприємство за використання сукупного капіталу, становить середньозважену вартість капіталу [2]. Цю тезу підтримують і тернопільські науковці [46, с. 85]. З іншого боку, для того, щоб мати змогу сплатити таку вартість, підприємство повинно одержати не менший дохід, тому вартість капіталу можна визначити і як «необхідну ставку доходу, яку повинно мати підприємство для покриття витрат по залученню капіталів на ринку» [28, с.106].

З точки зору інвестора вартість капіталу визначається величиною того доходу, на яку може розраховувати постачальник капіталу за найкращого в поточних умовах його використання. Найкращого тому, що логічно, що за наявності вибору малоімовірно, що вкладення буде зроблено у менш прибутковий інвестиційний проект.

Д. К. Ван Хорн і Д. М. Вахович наводять визначення вартості капіталу у відношенні до постачальників капіталу. Вони зазначають, що «вартістю капіталу є необхідна постачальникам капіталу ставка дохідності для різних типів фінансування бізнесу. А вартістю всього капіталу фірми є середньозважене значення окремих необхідних ставок дохідності (затрат на залучення капіталу)» [165, с.528]

У цій ситуації вартість капіталу можна визначити як відношення такого щорічного очікуваного доходу на вкладений капітал до величини всього інвестованого капіталу і визначається вона як відповідна відсоткова ставка.

Наприклад, маючи капітал в сумі 500 000 грн., власник капіталу заробляє на ньому річний дохід (приріст цього капіталу) в сумі 50 000 грн. У цьому випадку вартість капіталу дорівнюватиме $50\,000 / 500\,000 = 0,1$ або 10 %. За такої оцінки свого капіталу власник погодиться передати його комусь у використання тільки за умови одержання за таку інвестицію плати, що перевищуватиме наявних 10 %. Це і буде мінімальною прийнятною ціною капіталу і у цьому полягає суть інвестиційної логіки. Вкладаючи свої кошти, інвестор сподівається, що ці майбутні надходження, насамперед, компенсують величину вкладених ресурсів, а крім того забезпечать певний приріст інвестованих коштів.

Для підприємства ж плата за використання капіталу визначатиметься відношенням сплачених коштів постачальнику капіталу до величини одержаного фінансування.

Отже, бачимо, що незалежно від того, з якого боку підходити, вартість капіталу визначається тією величиною плати, яку повинен сплатити одержувач постачальнику капіталу за надання капіталу у використання

Підсумовуючи усе наведене вище, можна сказати, що оскільки будь-яке залучення капіталу для підприємства є платним, щоб мати змогу оплачувати одержане фінансування, підприємство повинно достатньо заробляти. Підприємства, які заробляють достатньо для оплати за одержані джерела фінансування, як правило, досягають успіху. Якщо ж підприємство не може достатньо заробити, щоб сплатити за залучені кошти, позбуваються цих коштів, а значить припиняють своє існування, принаймні у тій формі і за того власника. У зв'язку з цим правильність оцінки вартості капіталу є необхідною умовою достовірності складених планів діяльності і успішного продовження існування підприємства. Тому першочерговим завданням менеджменту підприємства є планування майбутньої діяльності таким чином, щоб

забезпечити необхідний рівень прибутковості, а вже для цього залучати та впроваджувати нові інвестиційні проекти на основі їх належної адекватної оцінки та прискіпливого відбирання найприбутковіших з ряду можливих.

Ціна капіталу є виразом його вартості. На досконалому ефективному ринку капіталу (який знаходиться у стані рівноваги) попит на капітал дорівнює пропозиції капіталу, а ціна капіталу дорівнює його вартості. Якщо ж ринок виходить зі стану рівноваги, то, за аналогією з іншими товарами чи послугами, така рівність між ціною та вартістю порушується. І це має логічне пояснення. Якщо підприємство відчуває значну термінову потребу у коштах, одержати які негайно немає можливості, то воно погодиться сплатити ціну за ці кошти навіть дещо дорожче, аніж би могло заплатити в іншій не терміновій ситуації, оскільки цінність цих коштів у цій конкретній ситуації для цього підприємства є значно вища.

Вартість капіталу часто виражають через норму дисконту. «Норма дисконту – це індивідуальна ціна капіталу, яка коливається навколо відсоткової ставки як середньої його ціни для даного ринку» [33, с.152].

Таким чином, на основі проведеного вище аналізу, можна виокремити основні фактори, що впливають на вартість і ціну капіталу. Зміст характеристик капіталу разом з факторами, що на них впливають, зображено на рис. 1.2.

Отже, вартість і ціна капіталу не є тотожними. Концепція оцінювання вартості ґрунтується на важливості і різнобічному застосуванні цього показника. Вона зводиться не тільки до оцінки ціни капіталу, але і визначає сфери господарської діяльності компанії, в яких рішення приймаються на основі вартості капіталу. Це, наприклад, рішення щодо оптимальної структури капіталу, політики фінансування активів, вибору відповідних фінансових інструментів, відбору інвестиційних проектів для впровадження [11, с.30].

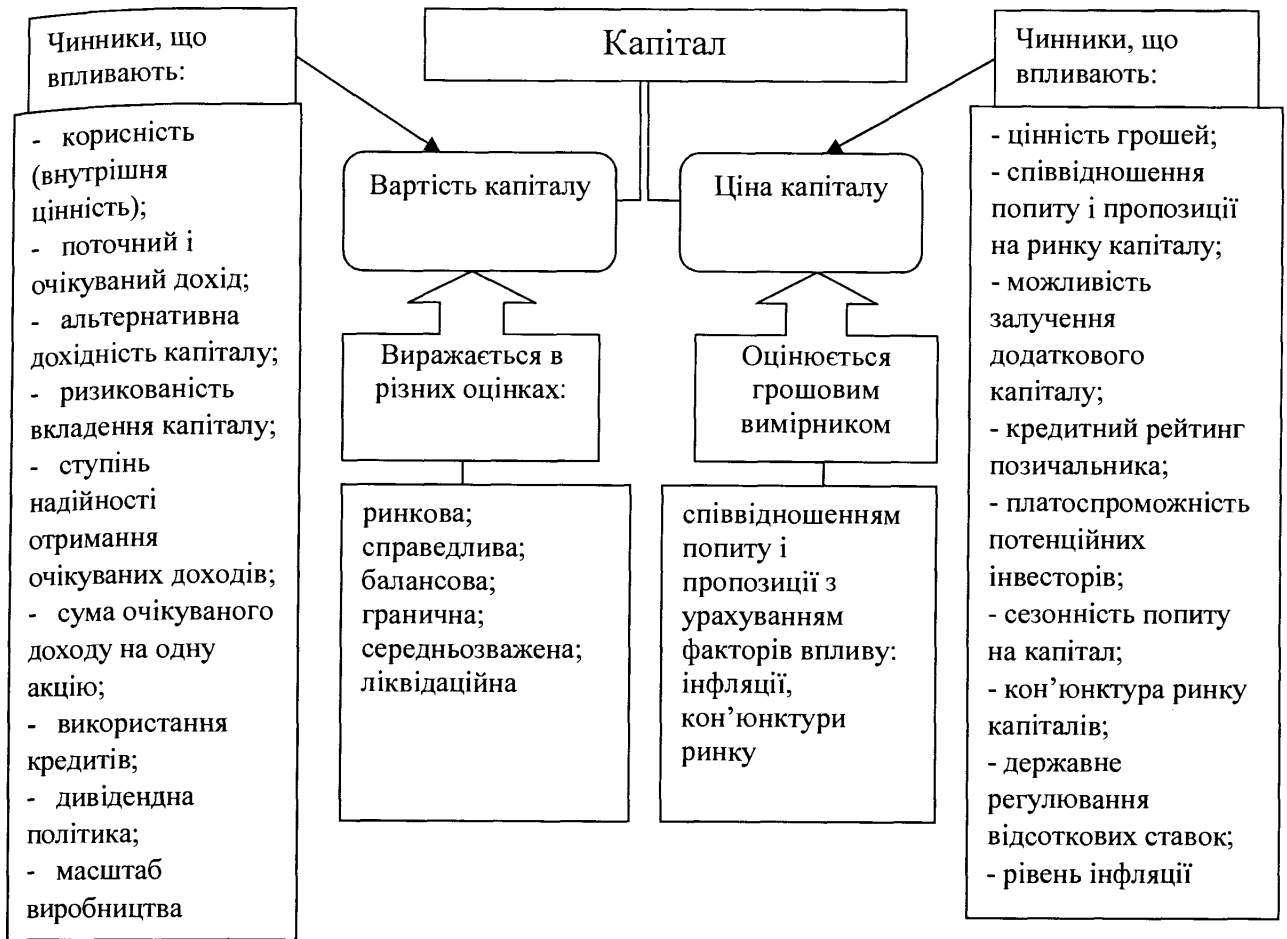


Рис 1.2. Зміст вартості і ціни капіталу

Таким чином, можемо зробити висновок, що достовірна оцінка вартості капіталу є одним з необхідних чинників ефективного управління капіталом компанії зокрема та всієї фінансово-господарської діяльності підприємства загалом.

Висновки до розділу 1

Проведене дослідження дає можливість сформулювати наступні висновки та пропозиції щодо теоретико - методичних засад дослідження економічного змісту інвестованого капіталу і ефективності його використання.

1. Результатом дослідження генезису та економічної думки щодо сутності категорії «капітал» є уточнене визначення цієї категорії: капітал – це сума накопичених з часом матеріальних і нематеріальних благ у результаті

минулої праці, що створює необхідну економічну базу для здійснення подальшої діяльності з метою отримання більшої (доданої) вартості. У свою чергу, основні і оборотні активи, в т.ч. грошові кошти, виступають тільки формою інвестування капіталу.

2. Важливим видом капіталу є інвестований капітал. Зокрема, було виявлено ряд суперечливих підходів до визначення змісту цієї категорії. Для вирішення даних неузгодженостей було запропоновано доповнити існуючі класифікації капіталу двома новими ознаками, що враховували б особливості формування та використання інвестованого капіталу.

За механізмом залучення капітал пропонується поділяти на інвестований відсотковий та безвідсотковий. Відсотковий інвестований капітал формується за рахунок тих залучень, що передбачають виплату відповідного доходу інвесторам: акціонерам – дивідендів, позичальникам – відсотків. Сюди входять залучення у вигляді довготермінових та короткотермінових позик, облігаційні позики, внески акціонерів до статутного капіталу. Безвідсоткові запозичення виплату відсотків не передбачають. Це такі види короткотермінових зобов'язань, як заборгованість постачальникам за товари, роботи, послуги, за нарахованими податками, оплата праці, тощо.

За об'єктами інвестування інвестований капітал поділяється на інвестований в операційну та неопераційну діяльність. Такий розподіл є надзвичайно важливим для оцінювання ефективності окремих видів діяльності підприємства.

Доповнення класифікації капіталу дасть можливість більш цілеспрямовано управляти ефективністю використання як окремих складових, так і всього інвестованого капіталу підприємства.

3. Вказано на основні недоліки використання максимізації прибутку як головної цілі діяльності підприємства та обґрунтовано доцільність впровадження на нафтогазових підприємствах управління підприємством на основі вартості.

4. Для того, щоб менеджери могли контролювати спрямованість управління діяльністю підприємства критерієм оцінювання запропоновано обрати ефективність діяльності підприємства на основі прибутковості використання інвестованого капіталу. Вибір даного показника зумовлений фондомісткістю діяльності нафтогазових підприємств.

5. На відміну від існуючих підходів запропоновано розрахунок прибутковості використання інвестованого капіталу нафтогазових підприємств здійснювати використовуючи економічний, а не бухгалтерський прибуток, так як в результаті цього адекватність отриманих результатів буде кращою. Використання економічного прибутку дасть можливість усунути основні виявлені недоліки бухгалтерського прибутку: його суб'єктивізм, наслідки використання бухгалтерських суджень та припущень, зокрема використання принципу обережності, тощо.

5. Дослідження економічного змісту вартості і ціни капіталу довело їх нетотожність.

Вартістю капіталу, з точки зору одержувача капіталу, є середня зважена ціна, яку платить підприємство за використання капіталу з усіх джерел. З точки зору інвестора вартість капіталу визначається величиною того доходу, на яку може розраховувати постачальник капіталу за найкращого в поточних умовах його використання.

Ціна капіталу є історичною категорією, виразом його вартості і визначається в результаті взаємодії попиту і пропозиції капіталу.

За результатами дослідження були виокремлені та сформульовані основні чинники, що чинять визначальний вплив на формування вартості і ціни капіталу.

Основні результати розділу опубліковано в науковій праці автора [134].

РОЗДІЛ 2

МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ РОЗРАХУНКУ ТА ОЦІНЮВАННЯ ВАРТОСТІ ІНВЕСТИВАНОВОГО КАПІТАЛУ НАФТОГАЗОВИХ ПІДПРИЄМСТВ

2.1 Методичні підходи до розрахунку величини та аналізу динаміки і структури інвестованого капіталу на основі фінансової звітності

Від правильності розрахунку величини інвестованого капіталу залежить правильність оцінювання ефективності діяльності та обґрунтованість усіх управлінських рішень, що прийматимуться на його основі. Але в науковій літературі методиці розрахунку величини інвестованого капіталу не приділяється достатньої уваги. У низці наукових праць тільки зазначається, що як інвестований капітал використовується капітал, який є в розпорядженні підприємства. В окремих випадках буває незначна деталізація, що цей капітал має дорівнювати різниці активів і поточних зобов'язань [38, с.757]. Вважаємо, що дане упущення слід виправити.

Джерелом інформації для розрахунку інвестованого капіталу є дані бухгалтерського балансу і приміток до нього.

Відомо, що в балансі капітал за видами залучення відображається в правій частині – пасиви, в активі ж відображається, в що саме було інвестовано цей капітал. Аксиома, що активи дорівнюють пасиву, тому величину інвестованого капіталу можна розраховувати як за даними пасивної сторони балансу, так і на основі вартості активів. Величину інвестованого капіталу на основі даних пасиву запропоновано розраховувати як суму власного капіталу й відсоткових зобов'язань підприємства. Розподіл капіталу на інвестований в операційну й неопераційну діяльність можна зробити тільки проаналізувавши об'єкти інвестування цього капіталу.

Як уже зазначалося раніше, величина інвестованого капіталу використовується в різних економічних розрахунках. Найчастіше – під час оцінювання ефективності діяльності підприємства загалом або ж окремих

його підрозділів, сегментів діяльності. Оскільки капітал, традиційно, розраховується в загальній сумі, аналітики мають можливість оцінювати тільки загальну ефективність всієї діяльності підприємства. Хоча набагато ціннішими були б результати аналізу ефективності діяльності в розрізі видів діяльності, особливо операційної діяльності. Перешкодою для цього була неможливість виокремлення частини капіталу, що використовується у фінансуванні відповідного виду діяльності. Запропонований поділ інвестованого капіталу дозволить усунути цю перепону.

Для початку проаналізуємо класифікацію видів діяльності підприємства, відповідно до якої формується фінансова звітність українськими підприємствами (рис. 2.1.).

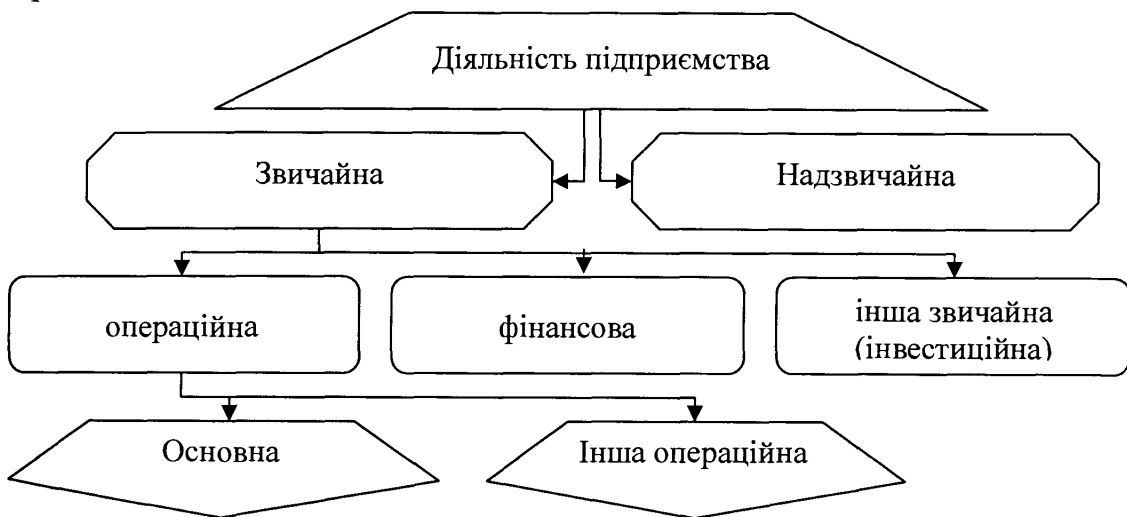


Рис. 2.1. Класифікація видів діяльності підприємства відповідно до національних положень (стандартів) бухгалтерського обліку

Відповідно до національних положень (стандартів) бухгалтерського обліку, зокрема ПСБО 3 «Звіт про фінансові результати» [113], звичайна діяльність – будь-яка діяльність, що здійснюється підприємством регулярно, і повторення якої очікується в майбутньому.

Операційна діяльність – основна діяльність підприємства, а також інші види діяльності, які не є інвестиційною чи фінансовою діяльністю.

Основну діяльність складають операції, пов'язані з виробництвом і реалізацією готової продукції, продажем товарів і виконанням робіт чи

послуг, що є основною метою створення підприємства і забезпечує йому основну частину доходу та надходжень грошових коштів.

Іншу операційну діяльність формують операції, пов'язані з операційною орендою активів, операційною курсовою різницею, реалізацією інших оборотних активів (окрім фінансових інвестицій), проведення досліджень та розробок, відображення сумнівної дебіторської заборгованості та нестач чи знецінення запасів, утримання невиробничої соціальної сфери. Після внесених змін до національних стандартів бухгалтерського обліку від 05.03.2008 р. [117] до іншої операційної діяльності відносяться операції з реалізації необоротних активів, що дещо суперечить міжнародній практиці та визначенню інвестиційної діяльності.

Інвестиційна діяльність – це діяльність, пов'язана з придбанням та реалізацією необоротних активів, а також тих фінансових інвестицій, які не є складовою частиною еквівалентів грошових коштів [114]. Отже, як бачимо, маємо певну суперечність, яка так і не усунута, хоча з часу внесення змін пройшло вже майже три роки.

Фінансова діяльність – діяльність, яка призводить до змін розміру і складу власного та позикового капіталу підприємства.

Надзвичайною, відповідно до ПСБО, є діяльність, яка відрізняється від звичайної, до якої входять певні разові та поодинокі операції, повторення яких в майбутньому не очікується. Сюди відносяться стихійні лиха, аварії, техногенні катастрофи тощо.

Згідно ж МСФЗ усі операції, які мають місце в діяльності підприємства, трактуються тільки як звичайні. Забороняється виділяти окремо надзвичайні та екстраординарні операції. У майбутньому очікується, що такий підхід буде прийнято і в національних стандартах, але станом на сьогодні в Україні надзвичайна діяльність виділяється окремо.

Отже, за важливістю для аналізу результативності всю діяльність підприємства можна поділити на операційну і неопераційну. В цьому випадку

до неопераційної будуть відноситись усі операції, крім тих, що включені до операційної, а саме: фінансова, інша звичайна (інвестиційна) і надзвичайна.

Оцінювання ефективності не тільки всієї діяльності, але й окремо операційної, є надзвичайно цінне, оскільки ця діяльність створює підґрунтя фінансової стійкості підприємства. Величина інвестованого капіталу, що використовується в розрахунках ефективності всієї діяльності та тільки операційної, не може бути однаковою. Якщо б весь капітал, який є в розпорядженні підприємства, використовувався в операційній діяльності, то інші види діяльності дане підприємство профінансувати було б уже не в змозі, а тому їх і не здійснювало б. Тому, на нашу думку, потрібно розрізняти, залежно від мети застосування, капітал, інвестований в операційну та неопераційну діяльність [133]. Запропонований підхід до визначення складу названих частин інвестованого капіталу зображено на рис. рис. 2.2.

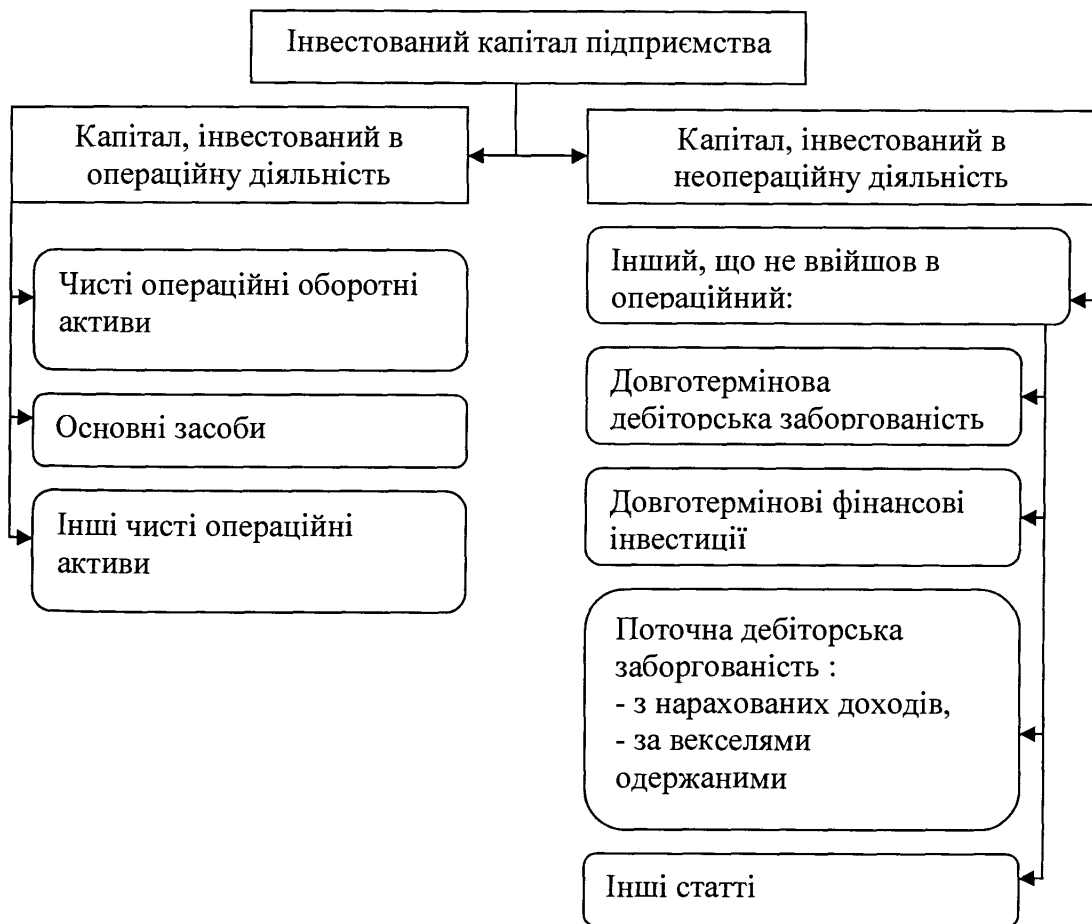


Рис.2.2. Склад інвестованого капіталу

Операційний інвестований капітал відображає величину капіталу, задіяного тільки в операційній діяльності. Оскільки в пасивній частині балансу джерела капіталу не розподілені за напрямками використання і немає жодної змоги провести паралелі між кожним джерелом пасиву та відповідним активом, тому на основі пасиву балансу виділення величини операційної частини інвестованого капіталу неможливе. Такий розподіл капіталу на операційну і неопераційну складову можна здійснити тільки за активною частиною балансу.

Інвестований капітал в операційну діяльність складатиметься з операційних оборотних активів, основних засобів (що використовуються в операційній діяльності) та інших чистих активів, що беруть участь в операційній діяльності.

Традиційно, чистий оборотний капітал розраховується як різниця між величиною поточних активів та поточних зобов'язань [27, с.583]. Звідси, чисті операційні оборотні активи можна розрахувати як різницю між поточними операційними активами і безвідсотковими поточними зобов'язаннями. Поточними операційними активами є та частина оборотних активів, що призначена для використання або є необхідною для операційної діяльності. Для того, щоб виділити цю частину короткотермінових активів, потрібно проаналізувати всі оборотні засоби, відображені в другому-четвертому розділах активу бухгалтерського балансу. До операційних поточних активів будуть включатись майже всі оборотні активи, відображені в балансі: залишки виробничих запасів, товарів, незавершеного виробництва, готової продукції, чиста дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги, грошові кошти тощо. Тому простіше сумувати не залишки окремих статей, а від підсумку другого розділу активу балансу «Оборотні активи» відняти неопераційні оборотні активи, до яких відносяться поточні фінансові вкладення, дебіторська заборгованість з нарахованих доходів, за одержаними векселями, і додати витрати майбутніх періодів. Авторський підхід до розподілу поточних активів на операційні і неопераційні наведено в таблиці 2.1.

Класифікація оборотних активів (власна розробка автора)

Оборотні активи	код рядка балансу	Класифікація статті	
		операційна	неопераційна
Запаси	100-140	+	-
Векселі одержані	140	-*	+*
Дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги	160	+	-
Дебіторська заборгованість за розрахунками:			
- з бюджетом	170	+	-
- за виданими авансами	180	+	-
- з нарахованих доходів	190	-	+
- із внутрішніх розрахунків	200	+	-
Інша поточна дебіторська заборгованість	210	+	-
Поточні фінансові інвестиції	220	-*	+*
Грошові кошти та їх еквіваленти	230-240	+*	-*
Інші оборотні активи	250	+*	-*
Витрати майбутніх періодів	270	+	-
Необоротні активи та групи вибуття, утримувані для продажу	275	+	-

Умовні позначення:

* - необхідно додатково проаналізувати склад активів даної статті;

+ відноситься до вказаної категорії активів;

- не відноситься до вказаної категорії активів.

Поточні фінансові інвестиції здійснюються з метою одержання доходів з тимчасово вільних коштів і до операційної діяльності відношення ніякого не мають. У фінансовій практиці вважається, що ризик інвестування в цінні папери є меншим, аніж у поточну діяльність. Звідси, дохідність короткотермінових фінансових інвестицій є теж досить невеликою, достатньою тільки для того, щоб компенсувати притаманний їм ризик, і не пов'язана з операційною діяльністю.

Потрібно зауважити, що інколи залишок поточних фінансових інвестицій все ж може включатись до операційного інвестованого капіталу, якщо таке інвестування є частиною операційної політики керівництва і робиться з метою одержання фінансових ресурсів і забезпечення поточної ліквідності, а не є вкладенням тимчасово вільних коштів.

До короткотермінової дебіторської заборгованості можуть відноситись нараховані доходи з дивідендів, відсотків, роялті, які будуть одержані впродовж найближчих дванадцяти місяців. Оскільки ці доходи виникають у результаті неопераційної діяльності, то відповідна дебіторська заборгованість не може відноситись до операційного капіталу. Серед поточної дебіторської заборгованості підприємства може також бути заборгованість за одержаними векселями. У світовій практиці за будь-яким векселем передбачаються додаткові відсотки за відтермінування терміну оплати. В Україні ж ситуація дещо інша. Дуже часто відсотки за векселем не нараховуються, а сам вексель виступає тільки додатковою гарантією оплати для держателя (власника) цього цінного паперу. У будь-якому випадку, за допомогою одержаного векселя оформлюються відносини відтермінування платежів дебіторів, а тому ця заборгованість не повинна входити до операційного капіталу. Винятком може бути ситуація, коли реалізація в рахунок одержаних векселів є звичайною торговою політикою підприємства і більшість покупців саме так розраховуються з ним. У цьому випадку така дебіторська заборгованість буде відноситись до операційного капіталу, але на сучасному етапі розвитку економіки України така ситуація є не типовою.

Щодо грошових коштів – то ці активи повністю відносяться до операційного капіталу, як у національній, так і у іноземній валюті. Але потрібно погодитись з тезою Т. Коупленда, Т. Коллера і Д. Муррина [68, с.181-182], які вважають, що для точності розрахунку операційного інвестованого капіталу залишок грошових коштів необхідно відкоригувати на надлишкову над операційною потребою суму, якщо вона є в наявності у підприємства. Навряд чи підприємство такий надлишок коштів буде довго зберігати на поточних рахунках чи в касі, і вже незабаром їх буде вкладено в цінні папери з метою одержання додаткових доходів. А тому такі надлишкові грошові кошти не потрібно відносити до складу операційних оборотних активів, так як вони формуватимуть капітал неопераційної діяльності. Але враховуючи, що в українських підприємств за сучасних умов такі надлишкові

грошові кошти зустрічаються нечасто, а якщо вони і будуть, то, у зв'язку з нерозвинутістю фондового ринку України, підприємство не зможе їх швидко і без зайвого ризику розмістити, тому вважаємо немає сенсу розподіляти залишок грошових коштів на необхідний та надлишковий. Винятком мають стати тільки ті підприємства, які активно використовують поточні фінансові інструменти з метою одержання додаткових доходів.

Отже, неопераційних оборотних активів є дійсно небагато, оскільки більшість поточних активів використовуються в операційній діяльності.

Крім уже згаданих, до поточних операційних активів потрібно віднести витрати майбутніх періодів, сума яких наводиться в третьому розділі активу балансу. Оскільки ці витрати відображають сплачені наперед кошти, які ще не відображені у бухгалтерських витратах звітного періоду, то їх можна вважати своєрідною дебіторською заборгованістю. Залежно від того, коли саме будуть списані ці суми на витрати, можна виділити поточну і довготермінову частину витрат майбутніх періодів. Якщо б такий розподіл був здійснений, то у розрахунку оборотних операційних активів була б урахована поточна частина, а в інших операційних активах – довготермінова. Але такий розподіл типовою формою вітчизняного балансу не передбачений. Звичайно, якщо загальна сума витрат майбутніх періодів у підприємства велика – то такий розподіл можна і доцільно зробити аналітично. Якщо ж загальна сума не значна, то похибка від того, що такий розподіл не буде зроблений, несуттєва, а тому нею можна знехтувати, адже все одно вся сума витрат майбутніх періодів буде врахована в загальній сумі операційного інвестованого капіталу.

Після такого детального аналізу поточних активів одержана сума операційних оборотних активів зменшується на величину поточних безвідсоткових зобов'язань підприємства. Тільки поточних і тільки тих, які не передбачають виплату відсотків, оскільки саме ця частина боргів, як правило, виникає в результаті операційної діяльності. Виплата відсотків за будь-якою заборгованістю відноситься до фінансової діяльності, а тому не може враховуватись у операційній.

Відповідно до внесених змін до вітчизняних ПСБО від 05.03.2008 р. [117] в балансі виділяється ще одна група оборотних активів – необоротні активи, призначені для продажу та групи вибуття, що відображаються в четвертому розділі активу балансу. До цієї групи відносяться ті активи, щодо яких очікується їх реалізація впродовж дванадцяти місяців з дати балансу. Величина інвестованого капіталу використовується, як правило, не для прогнозування майбутніх періодів, а для оцінювання ефективності використання в минулому. А в минулому періоді такі необоротні активи, які підприємство збирається продати в майбутньому, використовувались разом з іншими необоротними активами за призначенням, а тому, не дивлячись на те, що вони вже є оборотними активами, в розрахунку величини інвестованого капіталу такі активи враховуватимуться у складі основних засобів.

В операційній частині інвестованого капіталу основні засоби займатимуть значну частку. Вони враховуються за залишковою вартістю. Серед основних засобів, що належать підприємству, як правило, є не тільки виробничі. Нафтогазові підприємства утримують багато невиробничих об'єктів, таких як їдальні, дитячі садочки, бази відпочинку тощо. Звичайно, в основній діяльності такі об'єкти не використовуються. Але відповідно до П(С)БО 3 [113] витрати на утримання невиробничої сфери відносяться до інших операційних, впливають на фінансовий результат операційної діяльності, тому вартість таких основних засобів повинна враховуватись в операційному інвестованому капіталі.

На балансі підприємства можуть обліковуватися й інші активи та безвідсоткові непоточні зобов'язання, що мають відношення до операційної діяльності. Їх потрібно врахувати в складі інвестованого капіталу в операційну діяльність у сумі чистої різниці між такими активами та зобов'язаннями. У випадку, якщо складно чітко визначити, чи відноситься певна стаття до операційної діяльності, потрібно провести аналогію з операційним прибутком, що наводиться у звіті про фінансові результати. Якщо доходи і витрати, зумовлені цією статтею, відносяться до прибутку

операційної діяльності, її потрібно віднести до операційного інвестованого капіталу, якщо ж ні – то не потрібно. До таких інших активів можна віднести нематеріальні активи, незавершені капітальні інвестиції. Крім основних засобів, серед необоротних матеріальних активів підприємства можуть утримувати інвестиційну нерухомість. Доходи від утримання таких об'єктів відносяться до іншого операційного доходу, а тому таку інвестиційну нерухомість враховують в операційному інвестованому капіталі. Таким чином, до капіталу, інвестованого в операційну діяльність підприємства, потрібно відносити всі основні засоби, інвестиційну нерухомість та інші малоцінні матеріальні необоротні активи, що обліковуються на балансі підприємства.

Окремо акцентуємо увагу на такому специфічному активі нафтогазовидобувних підприємств як актив по розвідці та оцінці корисних копалин [135], виникнення якого пов'язане з введенням в дію ПСБО 33 «Витрати на розвідку корисних копалин». У звітності нафтогазовидобувних підприємств він існуватиме тільки на проміжку часу від одержання дозволу на проведення розвідки корисних копалин до моменту одержання обґрунтованого висновку щодо технічної можливості та економічної доцільності видобутку корисних копалин. Якщо за цим висновком подальша розробка буде проводитись, цей актив буде визнано як нематеріальний зі всіма подальшими наслідками (нараховуватиметься амортизація, можливість здійснення переоцінки тощо). Якщо ж подальша розробка буде визнана недоцільною, то такий актив списуватиметься на витрати. Однозначно, що існування названого активу по розвідці та оцінці корисних копалин пов'язане з операційною діяльністю нафтогазовидобувних підприємств, а тому він включатиметься в розрахунок операційного інвестованого капіталу в складі інших операційних активів.

До безвідсоткових довготермінових зобов'язань, на залишок яких потрібно зменшити вартість інших операційних активів, буде віднесено: створені забезпечення наступних витрат і платежів (таких, як забезпечення

виплат персоналу, забезпечення під майбутні витрати на відновлення та рекультивацію порушених земель, демонтаж та переміщення об'єкта основних засобів після завершення його експлуатації, інші забезпечення), цільове фінансування, інші довготермінові зобов'язання, на які не нараховуються відсотки і які можна пов'язати з операційною діяльністю.

Окремо варто зупинитись на відстрочених податках. Відомо, що сума витрат з нарахованого податку на прибуток, відображеного у звіті про фінансові результати, практично дуже рідко дорівнює поточному зобов'язанню з цього податку перед бюджетом [88], [92]. Як наслідок, відповідно до вимог ПСБО 17 «Податок на прибуток» [111] в балансі підприємства з'являються відстрочені податки: відстрочені податкові активи і відстрочені податкові зобов'язання, при чому їх суми практично ніколи не співпадають. Під час розрахунку інвестованого капіталу потрібно використовувати чисту суму відстрочених податків, яка визначається як алгебраїчна різниця відстрочених податкових активів і відстрочених податкових зобов'язань. Відповідно, якщо відстрочені податкові активи більші за відстрочені податкові зобов'язання, то чиста сума збільшуватиме інвестований капітал, якщо навпаки – то зменшуватиме.

Звичайно, не вся сума прибутку, а отже, і податку на прибуток, зароблена в результаті операційної діяльності, а тому можна проводити розподіл чистих відстрочених податків на суми відстрочених податків, пов'язаних і не пов'язаних з операційною діяльністю. Але, на нашу думку, така додаткова робота є недоцільною. Зважаючи, що основна сума прибутку формується операційною діяльністю, вся сума податку на прибуток відноситься до операційних витрат. Так само можна вважати, що основні податкові різниці зумовлюються операційною діяльністю. Отже, зважаючи на припущення про несуттєвість неопераційних податкових різниць та значною трудомісткістю поділу податкових різниць на операційні і неопераційні, всі різниці вважаємо операційними, а значить вони враховуються в операційному інвестованому капіталі.

Дещо відмінний підхід до визначення величини операційного капіталу у Г. В. Савицької, яка зазначає, що для розрахунку операційного капіталу слід від загальної величини капіталу відняти об'єкти незакінченого капітального будівництва, невиробничі основні засоби, невстановлене обладнання, довготермінові і короткотермінові фінансові інвестиції, позики працівникам і т.д. [129, с.534], але з таким підходом ми не погоджуємось. Аргументи на захист запропонованої порядку розрахунку операційного капіталу були наведені вище.

До неопераційного інвестованого капіталу будуть відноситись всі інші статті, що не ввійшли до операційного. Так, до неопераційних активів входять: довготермінові фінансові інвестиції та дебіторська заборгованість, поточна дебіторська заборгованість за векселями та нарахованими доходами тощо.

Монополістом в нафтогазовій галузі України є Національна Акціонерна Компанія «Нафтогаз України» (надалі – НАК «Нафтогаз України»). Відповідно до вимог Закону України «Про акціонерні товариства» сьогодні ця компанія реорганізована в публічне акціонерне товариство «Національна акціонерна компанія «Нафтогаз України». Це найбільша державна вертикально-інтегрована нафтогазова компанія, до складу якої входять всі найбільші нафтогазовидобувні підприємства країни, а також підприємства, що займаються транзитом і зберіганням природного газу в підземних сховищах, транспортуванням газу і нафти трубопровідним транспортом територією України, а також їх розподілом та реалізацією. Таким чином підприємствами, що входять до складу ПАТ «НАК «Нафтогаз України», здійснюється повний цикл операцій від розвідки і розробки родовищ нафти і газу до транспортування та зберігання нафти і газу, а також поставки їх споживачам (додатку Д). Підприємствами ПАТ «НАК «Нафтогаз України» видобувається понад 97 % нафти і газу в Україні. Загалом ПАТ «НАК «Нафтогаз України» забезпечує виробництво однієї восьмої частини валового внутрішнього продукту країни, в результаті чого сплачує до державного бюджету одну

десяту частину всіх поступлень [93]. Якщо у 2007 році було перераховано у бюджет 13,5 млрд. грн., то у 2008 році ця сума вже складала 25,1 млрд. грн. Впродовж 2009 року НАК «Нафтогаз України» разом зі всіма своїми дочірніми підприємствами поповнили державний бюджет на 40,6 млрд. грн., забезпечуючи робочими місцями близько 170 тис. чоловік, що складає до 1% всього працездатного населення країни. Таким чином, напрямки діяльності в компанії є дуже різноманітними, що ускладнює аналіз її діяльності.

Результати розрахунку величини інвестованого капіталу НАК «Нафтогаз України» на основі даних її фінансової звітності відповідно до зазначених вище методичних підходів активах наведено відповідно в додатках Е.1 і Е.2. У додатках Е.3 і Е.4 розраховане співвідношення окремих складових інвестованого капіталу НАК «Нафтогаз України», а на рис. 2.3 – відображено динаміку інвестованого капіталу.

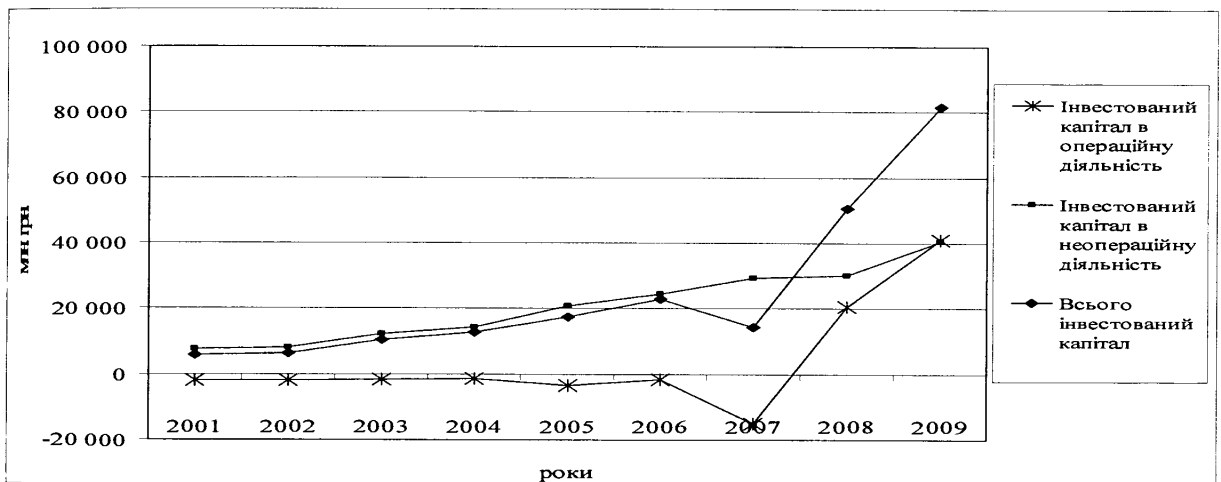


Рис. 2.3. Динаміка інвестованого капіталу «НАК «Нафтогаз України» за період 2001-2009 рр.

Як бачимо, майже за весь аналізований період, за винятком двох останніх років, НАК «Нафтогаз України» відчував нестачу капіталу в операційній діяльності, про що свідчать від'ємні значення інвестованого капіталу. З цієї точки зору критичним був 2007 рік, де розрив між використовуваним та наявним у компанії капіталом в операційній діяльності був максимальним. Нестача операційного капіталу перекривалась за рахунок часткового вилучення його з неопераційної діяльності. У цьому ж таки році,

єдиному за весь аналізований період, компанія відобразила бухгалтерський збиток в сумі 12 083 120 тис. грн. Ця нестача операційного капіталу зумовлюється насамперед значним переважанням операційних зобов'язань над операційними активами та непоточних безвідсоткових зобов'язань над оборотними активами, що використовуються в операційній діяльності. Пояснення такої ситуації полягає в якості активів компанії. НАК «Нафтогаз України» має значні проблеми з ліквідністю своїх активів та платоспроможністю. Виявлені диспропорції свідчать про не збалансовану структуру капіталу національної акціонерної компанії.

Традиційно, можливість підприємства сплачувати свої борги оцінюють на основі показників ліквідності та платоспроможності. Розраховані значення показників ліквідності: абсолютної, швидкої та загальної (поточної), наведено в додатку Ж і зображено на рис 2.4.

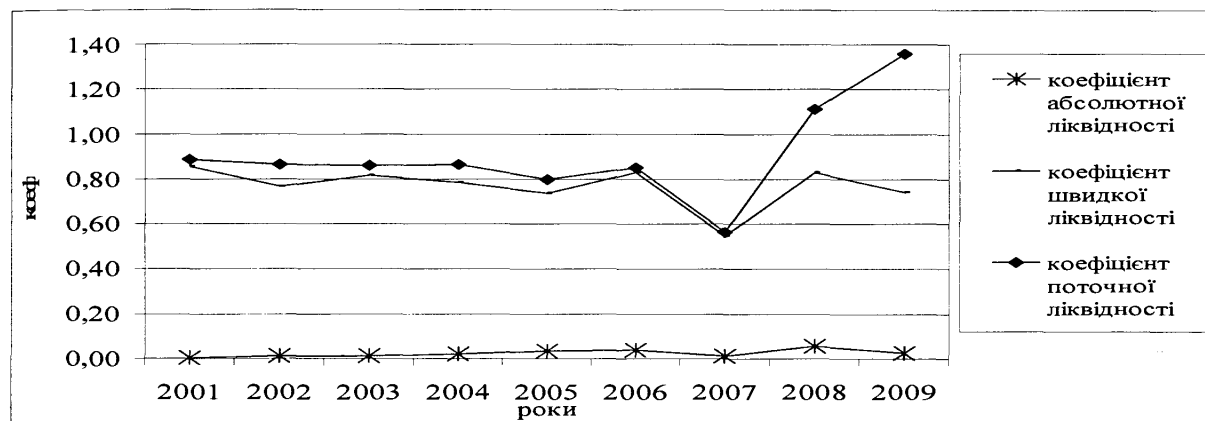


Рис. 2.4. Динаміка показників платоспроможності НАК «Нафтогаз України» за період 2001-2009 рр.

Розраховані показники не відображають значних проблем з ліквідністю. Якщо значення абсолютної та загальної ліквідності і є суттєво нижчими за допустимі рекомендовані межі, то значення показника швидкої ліквідності знаходиться практично в рекомендованих межах, за винятком 2007 року, в якому значення несуттєво нижче. З цього можна зробити висновок, що загрозу фінансовому стану НАК «Нафтогаз України» немає.

Всі оборотні активи покривають поточні зобов'язання майже на 90 %.

Насправді ж проблеми, при чому значні, існують. Це підтверджує і аналіз даних офіційного звіту про діяльність НАК «Нафтогаз України» [150]. За звітними та розрахунковими даними 2007 рік став найкритичнішим за весь аналізований період. В цей рік рівень запасів природного газу в підземних газосховищах був мізерним (що підтверджується найменшим інвестованим капіталом в операційну діяльність); компанія втратила найплатоспроможніший промисловий сегмент ринку реалізації природного газу, залишивши тільки населення, бюджетну сферу і теплокомуненерго; офіційно визнаний дефіцит оборотних активів, що перешкоджав стабільній діяльності компанії, становив понад 19 млрд. грн. Загалом компанія у 2007 році знаходилась на межі оголошення дефолту, аудиторський звіт за попередній 2006 рік не був одержаний у зв'язку з суттєвими пересторогами додержання принципу безперервності діяльності.

І тільки прийняті стратегічні рішення дозволили оздоровити фінансовий стан компанії в наступні 2008-2009 роки. Зокрема, повернення ринку промислових споживачів природного газу та підвищення ставки оплати за транспортування газу дало можливість збільшити в 2,35 рази дохід від реалізації. Результатом усіх дій став чистий прибуток у 2008 році в сумі 11,7 млрд. грн., а у 2009 році – 2,3 млрд. грн. На основі аналізу показників ліквідності кризи 2007 року спрогнозувати було неможливо. А аналізуючи величину інвестованого капіталу в операційній діяльності проблему нестачі операційного капіталу можна було б передбачити набагато раніше і своєчасно вжити необхідні заходи. Якщо б на основі цієї інформації відповідні рішення про вливання капіталу в операційну діяльність були прийняті, то, можливо, за відсутності впливу неекономічних чинників, кризи 2007 року НАК «Нафтогаз України» можна було б уникнути. Вплив неекономічних чинників, таких як, наприклад, надмірне вимивання капіталу урядом з операційної діяльності у вигляді податкових платежів, економічними методами спрогнозувати неможливо.

Суми, що використовуються компанією в неопераційній діяльності (рис. 2.5), в кілька раз є більшими, ніж в операційній. Найбільше в неопераційній діяльності вкладено капіталу в фінансові інвестиції: частка таких вкладень коливається від 71 % усього капіталу в неопераційній діяльності у 2001 році до 94 % у 2005 році (додаток Е.4). Насамперед, це зумовлено розгалуженою структурою дочірніх підприємств НАК «Нафтогаз України».

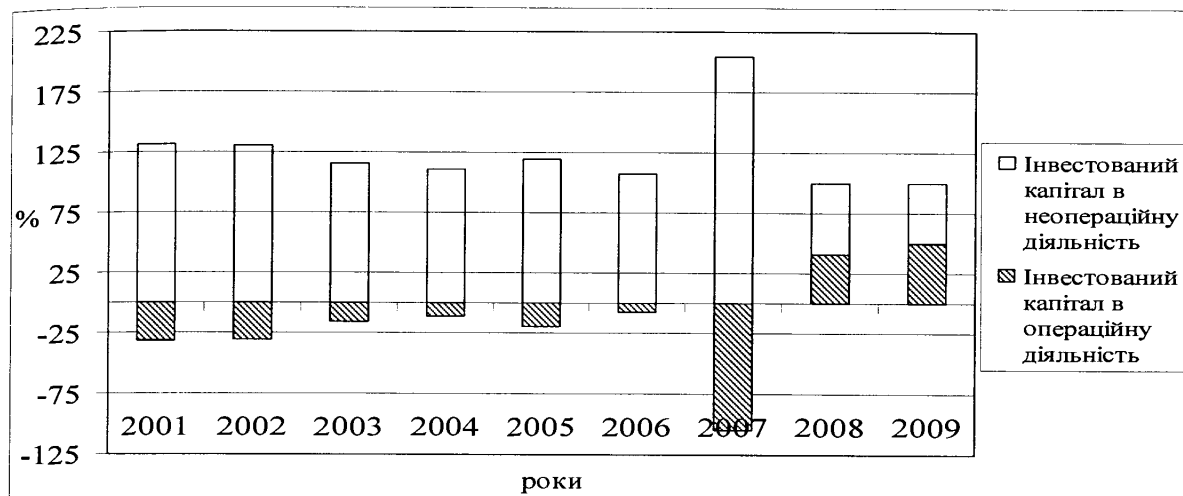


Рис. 2.5. Співвідношення окремих складових інвестованого капіталу НАК «Нафтогаз України» за період 2001-2009 рр.

Досить суттєвими у НАК «Нафтогаз України» є кошти, зосереджені у вигляді довготермінової дебіторської заборгованості: від 1,2 млрд. грн. у 2005 році до 5,5 млрд. грн. у 2007 році (рис. 2.6).

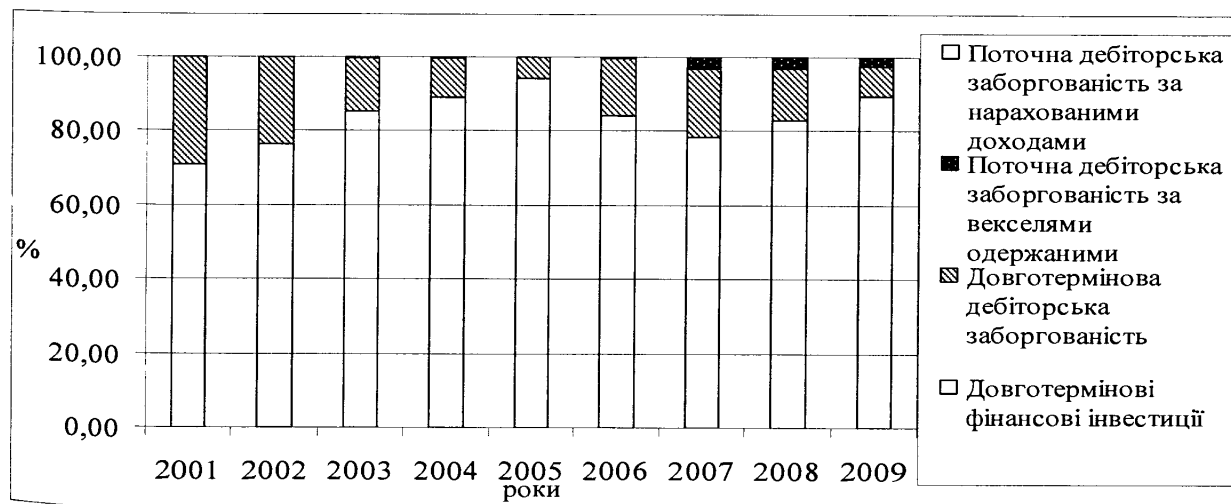


Рис. 2.6.. Структура інвестованого капіталу НАК «Нафтогаз України» в неопераційну діяльність за період 2001-2009 рр.

Двома найбільшими нафтогазовидобувними підприємствами, що входять у структуру НАК «Нафтогаз України», є відкрите акціонерне товариство (ВАТ) «Укрнафта» і державне акціонерне товариство (ДАТ) «Чорноморнафтогаз». Умови, в яких працюють ці підприємства, а також політика керівництва у сфері залучення фінансування є різною, тому розглянемо результати розрахунків величини інвестованого капіталу для кожного підприємства зокрема.

Розрахунок величини та структури інвестованого капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз» проведено в додатку 3. Динаміка інвестованого капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз» відображена на рис. 2.7.

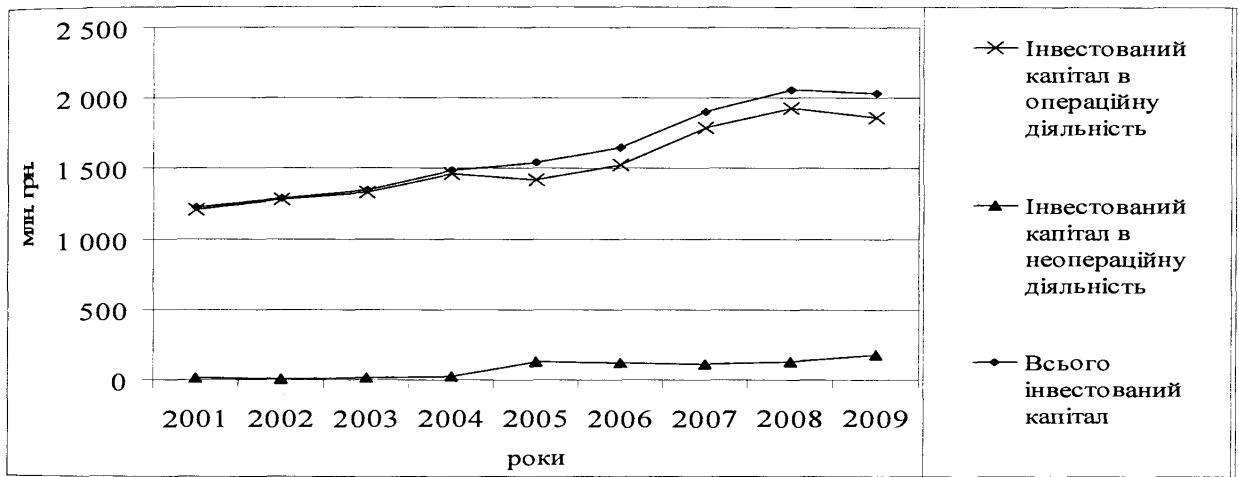


Рис. 2.7. Динаміка інвестованого капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз» за період 2001-2009 рр.

У ДАТ «Чорноморнафтогаз», який займається безпосередньо видобутком нафти і газу й транспортуванням останнього зовсім інша структура інвестованого капіталу (рис. 2.8).

Більша частина інвестованого капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз» використовується в операційній діяльності і підприємство не відчуває значного браку операційного капіталу. Частина капіталу, що використовується в неопераційній діяльності, складає максимум 8,63 % у 2009 році.

Якщо у 2001 і 2003 - 2004 роках значна частина неопераційного інвестованого капіталу була зосереджена у вигляді довгострокових

фінансових вкладень, то в останні роки понад 80% капіталу зосереджено у вигляді довгострокової дебіторської заборгованості (рис. 2.9).

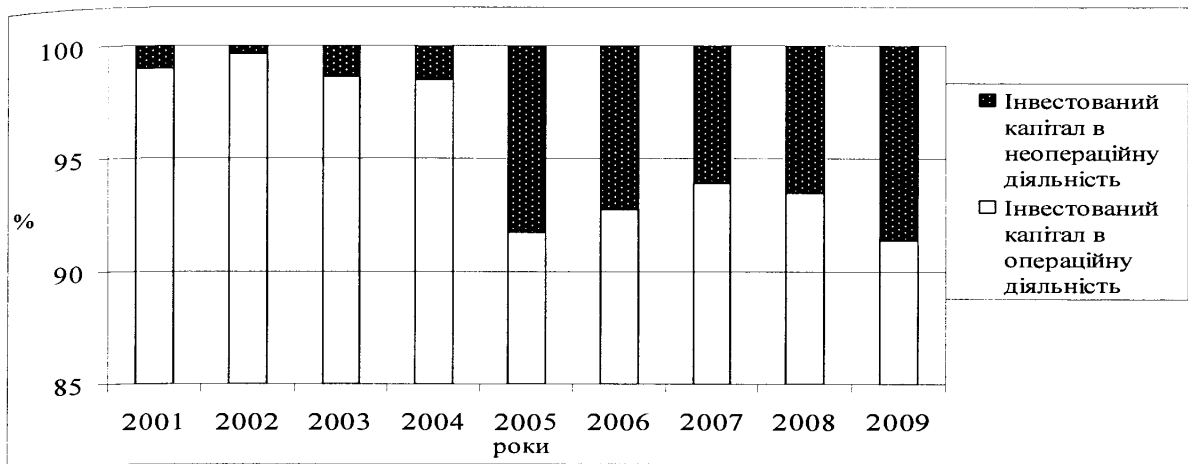


Рис. 2.8. Структура інвестованого капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз» за період 2001-2009 рр.

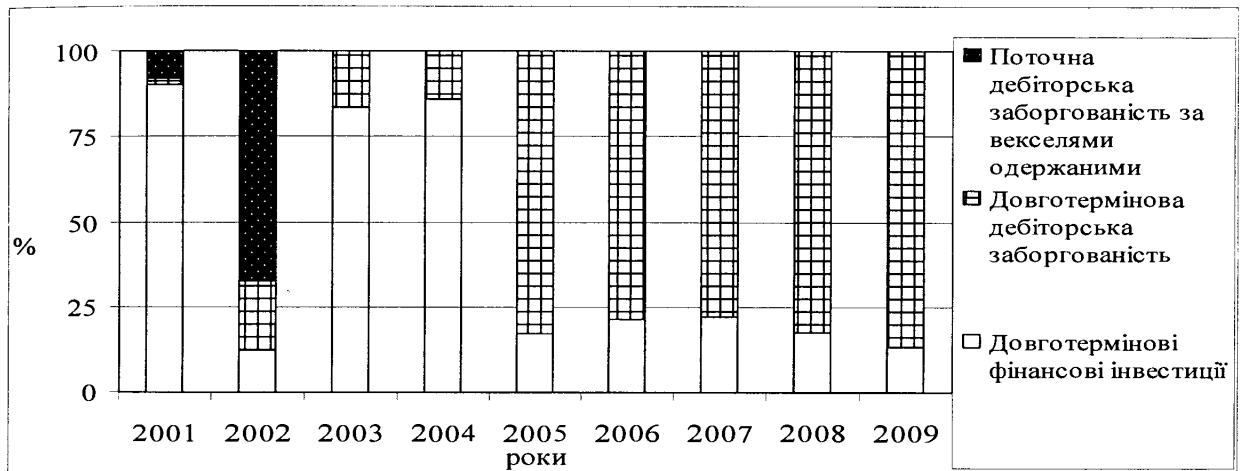


Рис. 2.9. Структура інвестованого капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз» в неопераційній діяльності за період 2001-2009 рр.

Більше половини операційного інвестованого капіталу вкладено в основні засоби, що підтверджує фондомісткість діяльності та політику збереження виробничих потужностей (рис. 2. 10) .

Серед джерел формування інвестованого капіталу найбільша частина коштів представлена власним капіталом, зокрема статутним та іншим додатковим капіталом. Частка залученого фінансування є суттєво меншою, хоча з роками і зростає.

Іншою великою нафтогазовою компанією є ВАТ «Укрнафта».

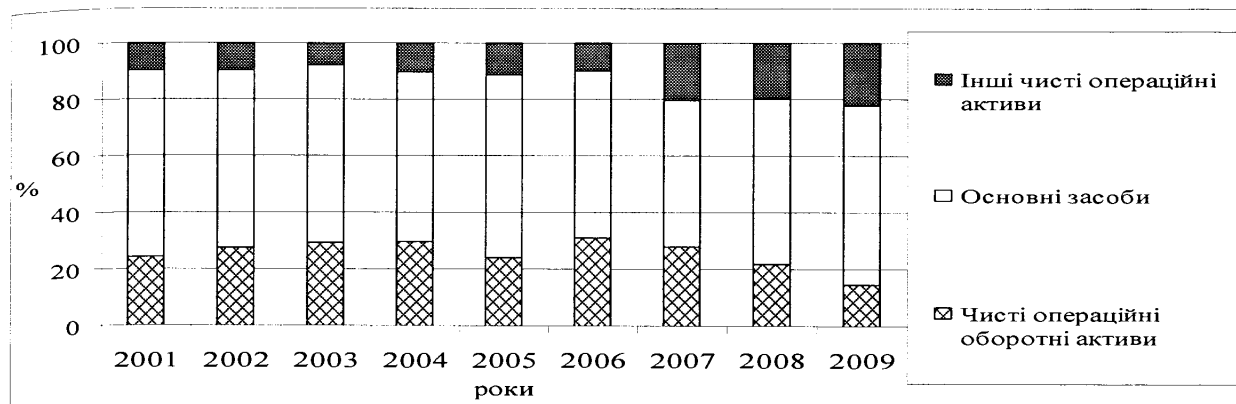


Рис. 2.10. Структура інвестованого капіталу ДАТ «Чорноморнафтога» в операційну діяльність за період 2001-2009 рр.

Як відображають результати розрахунків (додаток І), капітал ВАТ «Укрнафта» інвестується як в операційну, так і в неопераційну діяльність, причому в операційну діяльність щороку вкладаються додаткові кошти, що створює постійну позитивну динаміку зростання (рис. 2.11). Виняток – останній рік, коли спостерігається незначне (на 3,22 %) скорочення операційного капіталу, що зумовило загальне зменшення всього інвестованого капіталу на 3,1%.

Структура інвестованого капіталу ВАТ «Укрнафта» схожа зі структурою капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз». Найбільша частина капіталу використовується в операційній діяльності, частка неопераційної діяльності в структурі інвестованого капіталу незначна. Але, якщо у ДАТ частка неопераційного капіталу в основному зростає, то у ВАТ «Укрнафта» тенденція обернена, частка неопераційного капіталу зменшується.

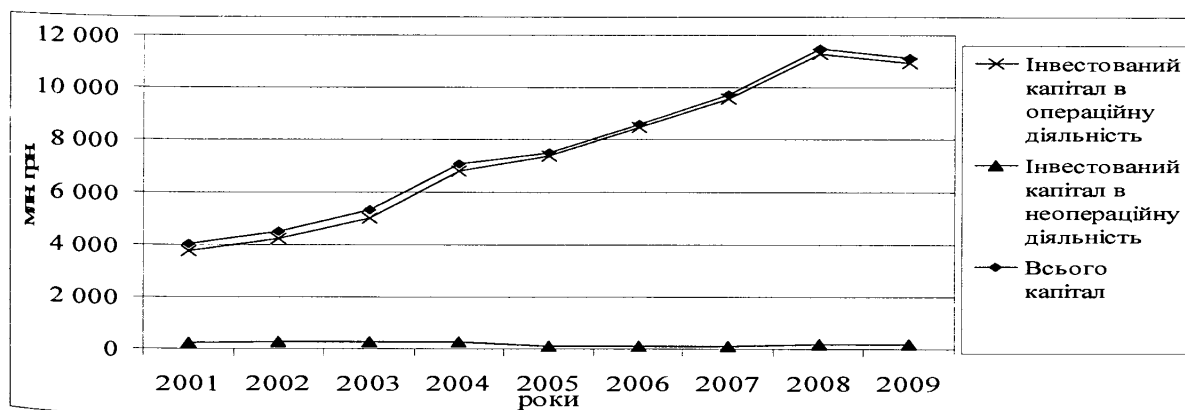


Рис. 2.11. Динаміка інвестованого капіталу ВАТ «Укрнафта» за період 2001-2009 рр.

На рис. 2.12 і 2.13 зображено структуру інвестованого капіталу відповідно в операційну і неопераційну діяльність ВАТ «Укрнафта».

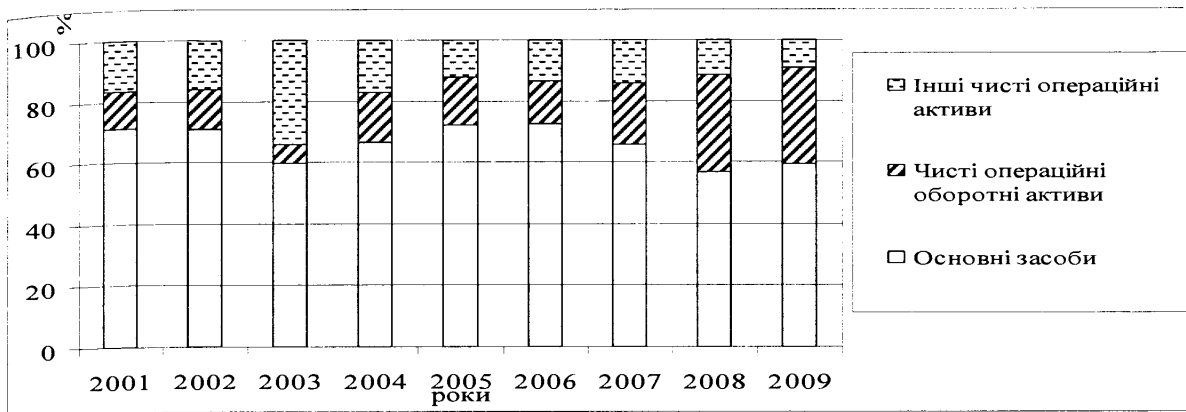


Рис. 2.12. Структура інвестованого капіталу ВАТ «Укрнафта» в операційну діяльність за період 2001-2009 р.р.

Як бачимо, понад 60 % операційного капіталу вкладено в основні засоби, що зумовлено фондомісткістю даної галузі.

У неопераційній діяльності найбільша частина капіталу зосереджена у вигляді довготермінових фінансових інвестицій, частка яких ще у 2001 році складала 74,89 %, а у 2003 – 2004 р.р. – понад 90 %. На кінець 2009 року таких інвестицій підприємство мало на суму 153 370 тис.грн., що склало 81,73 % неопераційного капіталу. Суми інших компонентів капіталу неопераційної діяльності є значно меншими.

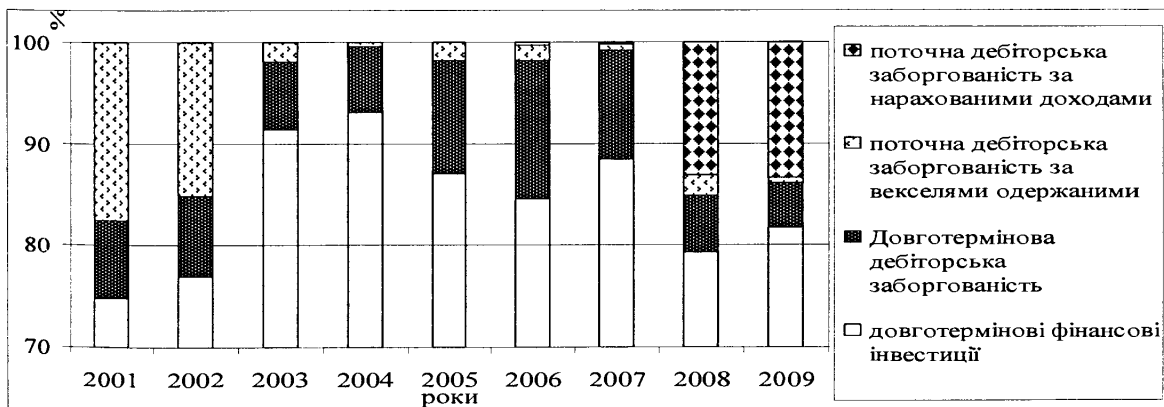


Рис. 2.13. Структура інвестованого капіталу ВАТ «Укрнафта» в неопераційну діяльність за період 2001-2009 р.р.

Таким чином, проаналізувавши величину і структуру інвестованого капіталу нафтогазових підприємств України, можна зробити наступні узагальнення. Основним монополістом цієї галузі є НАК «Нафтогаз України»,

в структуру якої входять найбільші підприємства цієї галузі. Оскільки ця компанія для всіх структур є материнською, своєю основною діяльністю вона зазначає управління цими підприємствами, а не видобуток корисних ресурсів. Тому в структурі інвестованого капіталу цього гіганта переважну частину складає капітал неопераційної діяльності, яка пов'язана з інвестиціями групи. Основну частину цієї частини інвестованого капіталу складають довготермінові фінансові інвестиції та значно менше - довготермінова дебіторська заборгованість.

У основних виробничих підприємств галузі - ДАТ «Чорноморнафтогаз» і ВАТ «Укрнафта», що займаються безпосередньо видобутком нафти і газу, структура капіталу інша. Практично весь капітал використовується в операційній діяльності, а на неопераційну вилучаються з обороту зовсім незначні суми. У структурі операційного інвестованого капіталу, в свою чергу, у цих підприємств більше половини коштів вкладено в основні засоби, що підтверджує фондомісткість даної галузі.

2.2 Наукові підходи до оцінювання вартості капіталу підприємства

Розрахувавши величину інвестованого капіталу підприємств, необхідно оцінити величину вартості цього капіталу. Управління капіталом полягає не тільки в управлінні структурою, але і вартістю окремих джерел фінансування діяльності з метою забезпечення необхідного рівня рентабельності капіталу, який би дав можливість підприємству своєчасно виплачувати передбачений дохід як власникам, так і кредиторам підприємства [28, с.106].

Усі постачальники капіталу, інвестуючи кошти в конкретний бізнес, очікують на компенсацію всіх своїх альтернативних витрат, що виникають у зв'язку з таким інвестуванням. Альтернативним витратами є та вигода, яка втрачена чи якою пожертвували в результаті вибору одного з варіантів дій, за якого довелось відмовитись від решти можливих варіантів [38, с. 55], [26, с. 69]. Логічно, що очікуваний постачальником капіталу дохід повинен

компенсувати всю втрачену вигоду від інвестування в інший бізнес з аналогічним рівнем ризику. В іншому разі, він просто забере свій капітал з цього підприємства й інвестує його там, де йому запропонують адекватну дохідність.

Необхідність розрахунку вартості капіталу підприємства викликана низкою причин [14, с.162]: потреба в оцінюванні вартості капіталу, яка часто є визначальною у прийнятті інвестиційних рішень; зростання популярності ідеї максимізації вартості підприємства як основної мети діяльності, яку ставлять перед собою багато підприємств; необхідність збільшувати вартість підприємства вимагає мінімізації вартості всіх використовуваних у діяльності чинників виробництва, в тому числі й вартість використовуваного капіталу, а для цього потрібно мати можливість правильно розрахувати цю вартість капіталу; наявність цілої низки інших сфер діяльності підприємства, де використовується цей показник (оренда, короткотермінове управління активами і т.д.).

Існує велика кількість різних методів оцінювання вартості капіталу підприємства. Загалом найпопулярніші методи можна поділити на дві групи [174, с.93]: методи відносної оцінки і методи прямої оцінки.

Методи відносної оцінки дають можливості отримати відносну оцінку вартості капіталу і не забезпечують вимірювання її абсолютної величини. За цими методами для оцінювання вартості використовуються відповідні показники дохідності, прибутковості капіталу. Такий підхід до оцінювання вартості капіталу підприємства підтримують Поддєрьогін А. М., Данилюк М. О., Брігхем Є. Ф. Друга група методів дає оцінку вартості в абсолютних одиницях виміру і ґрунтується на дисконтуванні майбутніх грошових потоків або доданої економічної вартості. Прихильники прямих методів (Витвицький Я. С., Яремко І. Й., Дамодаран А.) відносну оцінку вартості капіталу вважають тільки необхідною ставкою дисконтування, що дозволяє визначити теперішню (дисконтовану) вартість очікуваних грошових потоків. Таким чином, підкреслюється те, що «вартість – функція грошових

потоків, які отримують від інвестицій» [174, с.93]. Ми вважаємо за можливе використання усталеного терміна «вартість» в обох випадках (відносної і прямої (абсолютної) оцінки вартості), хоча їх економічних зміст дещо і відмінний.

Як зазначалось в першому розділі, проблема визначення вартості капіталу пов'язана, насамперед, зі складною структурою та неоднорідністю окремих складових капіталу.

Підприємство може залучати фінансові ресурси з різних джерел і при цьому кожна складова, найімовірніше, матиме свою вартість.

Вартість окремого компонента капіталу можна визначити відношенням виплат постачальникам капіталу до суми залученого від них капіталу.

У свою чергу, вартість всього капіталу підприємства визначається як середньозважена вартість значень окремих вартостей різних компонентів фінансування бізнесу підприємства - WACC (Weighted average cost of capital). Ця ставка середньозважених витрат на залучення капіталу підприємством виступає тією мінімальною ставкою, яка використовується для дисконтування майбутніх грошових потоків підприємства, оскільки відображає середню плату за залучення фінансових ресурсів.

Щоб розрахувати вартість усього капіталу, для початку потрібно визначитись з його основними складовими, а вже потім розрахувати вартість кожного елемента, після чого ці окремі вартості зводяться воедино в показнику середньозваженої вартості капіталу.

Зрозуміло, що розвиток бізнесу тільки за рахунок власних коштів на даному етапі розвитку економіки вже неможливий. В обігу практично завжди присутні запозичені кошти. З іншого боку, тільки на позичках підприємство теж довго існувати не зможе. Зрештою, без певного мінімального початкового власного капіталу підприємство взагалі не може бути зареєстрованим. Таким чином, можемо сказати, що в обігу будь-якого підприємства завжди є присутні як власні вкладені кошти, так і залучені.

Можна навести багато фактів на користь будь-якої крайнощі, чи то мінімізації позичених коштів в обігу з метою стабілізації фінансової стійкості, чи то максимізації залучень фінансових ресурсів для створення сприятливих умов для розвитку бізнесу. Очевидно, що універсального алгоритму щодо формування структури джерел фінансування немає. Тому визначальним показником у цій ситуації може виступити вартість капіталу, як реальна вартість інвестованих у підприємство фінансових ресурсів.

Розділивши всі можливі джерела залучення фінансових ресурсів на власні та позичкові кошти, середньозважену вартість капіталу можна розрахувати наступним чином [159, с. 99]:

$$WACC = (E / C) * k_e + (D / C) * (1 - t) * k_d ; \quad (2.1)$$

де E - ринкова вартість акціонерного капіталу;

D - ринкова вартість позикового капіталу, значення якого дорівнює ринковій вартості одержаних підприємством запозичень;

C - сумарна вартість акціонерного і позикового капіталу ($E+D$).

E/C - частка акціонерного капіталу в загальному капіталі,

D/C - частка позикового капіталу в загальному капіталі,

t - ставка оподаткування, яку можна визначити як відношення сплачених податків на прибуток до прибутку до оподаткування,

k_e - вартість акціонерного капіталу підприємства,

k_d - поточна вартість боргового капіталу, яка, у свою чергу, еквівалентна вартості випущених підприємством боргових фінансових зобов'язань (кредити, корпоративні облігації і т.д) або вартість запозичень інших підприємств, що мають близький кредитний рейтинг.

Починається процедура оцінювання вартості капіталу з визначення складових та структури капіталу підприємства. Одержані питомі ваги відобразатимуть вплив кожної окремої складової на загальну вартість капіталу. Балансові вартості для розрахунку структури капіталу, як правило, не підходять, тому що в балансі підприємства не відображаються ринкові вартості джерел залучення капіталу. Балансова вартість власного капіталу

ґрунтується на номінальній та історичній вартості, а ті, у свою чергу, відображають минулі умови, що вже є історією, та жодного відношення до майбутніх доходів не мають [65, с.105]. До прикладу, в балансі не відображаються престиж підприємства, наявність сучасних технологій, торгова марка, висококваліфікований управлінський персонал тощо. Тому ринкова вартість акцій як простих, так і привілейованих здебільшого є вищою за балансову.

З балансовою вартістю довготермінових зобов'язань ситуація дещо інша, оскільки відповідно до вимог ПСБО 11 [107] у балансі вони відображаються за теперішньою вартістю, яка є відображенням ринкової вартості, але тільки за умови, що ринкові відсоткові ставки з часу виникнення цих зобов'язань суттєво не змінились. Аналітиків цікавить середньозважена вартість капіталу з метою використання її для оцінювання майбутніх подій. Ринкові вартості, на відміну від історичних, відображають поточні умови, які значно ближчі до майбутніх, та вплив різних змінних чинників ринку. Тому під час розрахунку структури капіталу потрібно виходити саме з їх ринкових оцінок.

Розрізняють поняття цільової та поточної структури капіталу. Поточна структура відображає співвідношення між окремими складовими капіталу на даний момент часу і її можна оцінити на основі звітних даних. Але для розрахунку середньозваженої вартості капіталу, яка буде використовуватись для дисконтування майбутніх грошових потоків, потрібно керуватись не поточною структурою, а тією, що, як очікується, буде превалювати впродовж всього наступного життєвого циклу даного підприємства. Майбутня структура не обов'язково буде така ж як і на сьогоднішній момент часу. Відмінності можуть виникнути через зміни ринкових відсоткових ставок, що призведуть до відповідних змін ринкової вартості боргових інструментів підприємства; рішення керівництва, яке свідомо збирається змінити співвідношення окремих компонентів, або ж очікувана емісія власних

запозичень для виключного фінансування певних інвестиційних проєктів тощо.

Як поточна, так і цільова структура оцінюється за ринковими вартостями її складових, так як вони якнайкраще відображають очікування постачальників капіталу щодо свого доходу на інвестований капітал. В умовах України, з її недостатньо розвинутим фондовим ринком, це зробити досить таки складно, оскільки на ньому обертається й оцінюється незначна кількість фінансових інструментів. Якщо всі інструменти фінансування знаходяться у відкритому продажі на ринку, тоді для оцінювання структури капіталу за ринковою вартістю потрібно помножити кількість фінансових інструментів кожного виду, які обертаються на ринку, на їх найтипівішу ринкову ціну. Якщо ринок не надає відповідної ціни на певний інструмент фінансування – її ринкову справедливу ціну потрібно оцінити за допомогою відповідних методів фінансового менеджменту, наприклад, як теперішню вартість усіх очікуваних виплат за даним фінансовим інструментом.

Перепони можуть виникнути, наприклад, із оцінюванням зобов'язань в іноземній валюті. Підприємство може мати кредит в іноземному банку або випущені депозитарні розписки, наприклад, американські (ADR). Звичайно, що хоч усі ці запозичення і були одержані в іноземній валюті, в усіх розрахунках вони відображаються тільки в національній - гривні. Тому справедлива ринкова вартість таких фінансових інструментів спочатку визначається в іноземній валюті, а вже потім переводиться в національну за курсом, що існував на момент визначення справедливої вартості.

Особливим випадком для оцінювання вартості залученого фінансування є оренда. Оренду можна вважати повноцінним джерелом фінансування, оскільки за її посередництвом підприємство одержує необхідні засоби виробництва, а результати використання цих необоротних активів покращують як фінансовий результат діяльності, так і збільшують грошові потоки. І це не залежить від того, чи є оренда фінансовою, чи операційною. А бухгалтерський підхід інший. Відповідно до ПСБО 14 [109] в обліку, а

значить і в балансі орендаря, відображається тільки об'єкт фінансової оренди як актив і, одночасно, як зобов'язання за меншою із двох оцінок: або теперішньою вартістю мінімальних орендних платежів, або справедливою вартістю активу [109, п. 5]. Дані про операційну оренду відображаються в орендаря тільки довідково у примітках до фінансової звітності. Але, якщо сума одержаного фінансування у вигляді операційної оренди суттєва, її потрібно врахувати як окреме джерело фінансування діяльності у розрахунку середньозваженої вартості капіталу. Для цього потрібно обчислити теперішню вартість усіх майбутніх орендних платежів. Як необхідну ставку дисконтування Феррис К., Петті П. Б. [159, с.121] при цьому пропонують застосувати вартість залучення довготермінових позик, хоч, на нашу думку, коректніше вибір ставки здійснювати враховуючи термін операційної оренди. Так, якщо оренда короткотермінова – то як ставку дисконтування використовувати ставку за короткостроковими позиками, якщо ж довготермінова - то за довготерміновими запозиченнями.

Розрахувавши структуру капіталу аналізованого підприємства, необхідно вивчити структуру капіталу деяких порівнювальних підприємств. Дуже часто підприємства, що функціонують в одній галузі, займають приблизно однакове місце на ринку приймають подібні рішення щодо фінансування своєї діяльності. Хоч це і не аксіома, але таке зіставлення дасть можливість зробити висновок наскільки типовою є структура обраного для аналізу підприємства і які причини зумовили відхилення. Ця інформація надасть додаткову інформацію для визначення цільової структури капіталу. Якщо поточна структура капіталу є типовою для галузі, тоді і цільова також не повинна суттєво відхилятися від неї.

Складаючи стратегічні плани своєї діяльності керівництво підприємства визначається і з цільовими напрямками та пріоритетами щодо вибору джерел фінансування, які обов'язково повинні враховуватись перед прийняттям остаточного рішення про цільову структуру капіталу. На жаль, в умовах

України, така інформація практично жодним керівництвом не розкривається навіть за умови її цінності для зовнішніх користувачів фінансової інформації.

Визначившись зі структурою капіталу розглянемо визначення вартості окремих його складових.

Підприємство, що залучає для фінансування своєї діяльності не тільки власні кошти, але і позичені, має більший фінансовий потенціал розвитку. Але, разом з цим, у нього і більша загроза банкрутства та більші фінансові ризики.

Становлення і розвиток підприємства вимагає адекватного фінансування. У міру свого зростання перед підприємством розкриваються більш широкі перспективи використання фінансових інструментів.

Власник капіталу вибираючи об'єкт інвестування розглядає всі можливі варіанти. При цьому він буде оцінювати не тільки величину очікуваного прибутку на свою інвестицію, але й адекватність ризику такого інвестування. Звідси ризик є важливим чинником, який впливає на величину вартості капіталу. Зв'язок між ризиком і прибутковістю капіталу є прямий, тобто за більший ризик власники капіталу вимагатимуть більший дохід, а значить для підприємства такий капітал стає дорожчим.

Аналітики традиційно вважають, що вартість позичкового капіталу є нижчою за вартість власного капіталу, і цьому є логічне пояснення. Відповідно до чинного законодавства кредитори мають перевагу при ліквідації підприємства перед акціонерами, тобто ризик несплати належних платежів для них менший. Оскільки вони беруть на себе менший ризик, то і вартість одержаних від них фінансових ресурсів повинна бути меншою, аніж від акціонерів. Окрім того, в Україні, як і у більшості інших країн, дозволено враховувати виплати власникам позичкового капіталу як зменшення прибутку до оподаткування, даючи підприємствам додаткову вигоду економії податку на прибуток (ефект «податкового щита»). Виплати ж власникам власного капіталу у вигляді дивідендів здійснюються з чистого прибутку, тобто після оподаткування. Усе це в сукупності і призводить до меншої вартості

позикового капіталу, наслідком чого і є зниження середньозваженої вартості всього капіталу у разі збільшення частки фінансування за його рахунок. Але цей ефект має місце тільки тоді, коли вигоди від «податкового щита» перевищують ризик банкрутства підприємства, тому що зростання позичкового капіталу автоматично збільшує його.

Ціною позикового капіталу виступає ефективна відсоткова ставка за запозиченнями. Якщо підприємство використовує кілька видів запозичень, тоді ця ціна розраховується за кожним видом окремо, а вже після цього знаходиться їх середньозважене значення.

Вартістю боргового запозичення виступає така ставка дисконтування, яка дасть змогу зрівняти ринкову вартість боргу з теперішньою вартістю всіх виплат за цим запозиченням, враховуючи відсотки та повернення основної суми боргу. Одержану таким чином відсоткову ставку необхідно скоректувати на величину економії податку на прибуток. Щоб розрахувати в цій ситуації ефективну ставку відсотка потрібно фактичну відсоткову ставку за запозиченням помножити на показник податкової економії, який дорівнює одиниця мінус ставка податку на прибуток.

Як уже зазначалось, у складі боргових зобов'язань підприємства виділяють дві групи: відсоткові і безвідсоткові. Під час обчислення середньозважених витрат на капітал для спрощення розрахунків і уникнення помилок усі безвідсоткові зобов'язання до уваги не беруться.

Найтипівішим у сучасних умовах джерелом залучення коштів для українських підприємств є банківські кредити. В умовах України вартістю банківських кредитів виступає сама відсоткова ставка за цим кредитом або ж ефективна відсоткова ставка при наявності додаткових витрат, пов'язаних з отриманням цього кредиту.

У розвинутих країнах підприємства, особливо великі, часто користуються облігаційними позиками. Вважається, що однією з основних переваг випуску облігації перед банківською позикою – це можливість залучити більшу суму коштів. У країнах, де фінансовий ринок розвинутіший

аніж в Україні, відомо багато різновидів облигації: з визначеним терміном погашення та без терміну, відсоткові (купонні) та безвідсоткові, дохідні і «бросові», іпотечні, конвертовані, випущені під забезпечення активів тощо. В Україні перелік дозволених до випуску облигацій значно скромніший. В додатку К зображено класифікацію облигацій, випуск яких передбачено законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» [120].

Всі характеристики випущеної облигації, такі як номінальна вартість, термін погашення, купонна ставка, періодичність виплати відсотків визначаються в проспекті емісії. Номінальною вартістю облигації виступає встановлена емітентом вартість. Погашення облигації завжди здійснюється саме за номіналом, а от випуск (продаж) - не завжди. Згідно із законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» [120] мінімальна номінальна вартість, встановлена для українських облигацій, є 1 копійка.

Ринкова вартість звичайних відсоткових облигацій на певний момент часу дорівнює теперішній вартості усіх виплат до моменту погашення та сплати номінальної суми облигації на дату погашення. Цю ринкову вартість можна розрахувати за формулою [165, 113]:

$$V = \frac{I}{(1+k_d)^1} + \frac{I}{(1+k_d)^2} + \dots + \frac{I}{(1+k_d)^n} + \frac{I}{(1+k_d)^n} =$$

$$= \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1+k_d)^t} + \frac{MV}{(1+k_d)^n} = PV(I) + PV(MV) \quad ; \quad (2.2)$$

де V – ринкова вартість облигації;

I – сума періодичних відсоткових виплат;

k_d - ставка дохідності облигації;

MV – вартість погашення облигації;

$PV(I)$ і $PV(MV)$ – теперішня вартість відсотків і суми погашення облигації.

Звідси можна розрахувати ставку дохідності цієї облигації, що урівнює поточну ринкову вартість із внутрішньою дійсною вартістю, яка дорівнює теперішній вартості усіх виплат. Приблизні межі, в яких буде знаходитися шукана ставка, можна розрахувати методом проб і помилок. Після цього результат уточнюється за допомогою інтерполяції [165, с.124]:

$$\text{інтерпольована } k_d = i_n + \frac{(i_e - i_n)(PV_n - PV_{обл})}{PV_n - PV_e} ; \quad (2.3)$$

де i_n – величина ставки дисконтування, за якої теперішня вартість даної облигації (PV_n) нижча від нуля;

i_e – величина ставки дисконтування, за якої теперішня вартість даної облигації (PV_e) вища від нуля;

$PV_{обл}$ – внутрішня дійсна вартість облигації, яка дорівнює поточній ринковій вартості на даний момент часу (V).

Вартість запозичення фінансових ресурсів для емітента (після оподаткування) буде дорівнювати:

$$k_o = k_d(1 - t) ; \quad (2.4)$$

де t – ставка податку на прибуток;

k_o – фактична вартість фінансування шляхом випуску облигації.

Якщо ж підприємство випустило безвідсоткову облигацію (чи то дисконтну, чи цільову), виплати періодичних відсотків не буде. На момент випуску такої облигації інвестор вносить суму меншу ніж номінал, а на момент погашення одержує всю номінальну вартість. Саме оцей дисконт (різниця між вартістю випуску і номіналом) є для емітента відсотками, тобто платою за залучення коштів. Через це формула для розрахунків дещо зміниться.

Ринкову вартість такої облигації можна розрахувати так [165, с.115]:

$$V = \frac{MV}{(1 + k_d)^n} = PV(MV); \quad (2.5)$$

де V – ринкова вартість облигації;

k_d – ставка дохідності облигації;

MV – вартість погашення облигації;

$PV(MV)$ – теперішня вартість суми погашення облигації.

З короткотермінових зобов'язань до розрахунку середньозваженої вартості капіталу необхідно враховувати тільки ті запозичення, які містять явні відсоткові виплати. Крім того, серед короткотермінових банківських

позик необхідно відкинути і ті кредити, які були одержані для фінансування сезонних потреб в оборотних активах, навіть якщо відсотки за таким кредитом підприємство буде сплачувати.

Розрахувавши вартість усіх джерел позикового капіталу, необхідно оцінити вартість і власного капіталу підприємства.

Перш ніж розраховувати вартість власних джерел залучення фінансових ресурсів, необхідно визначитись, вартість яких саме власних коштів оцінюється: чи ці кошти на даний момент часу вже знаходяться в обігу підприємства, чи ці кошти ще тільки будуть залучатися від власників в прогностному періоді. В обох випадках одержані результати вартості будуть дещо іншими.

До власників акціонерного товариства відносяться власники як простих акцій, так і привілейованих. Якщо підприємство емітувало привілейовані акції, то їх вартість потрібно розрахувати окремо, і вони окремою складовою ввійдуть у розрахунок середньозваженої вартості всього капіталу підприємства. Тому, коли говорять про вартість власного капіталу, мають на увазі тільки залучення фінансування через емісію простих акцій, навіть якщо привілейовані акції також є джерелом власного капіталу (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Основні відмінності між простими та привілейованими акціями¹

Ознака	Прості акції	Привілейовані акції
Право голосу	Дає	Переважно, не дає
Виплата дивідендів	Залежить від заробленого прибутку і рішення зборів акціонерів	Не залежить від заробленого прибутку і, переважно, є наперед визначеною фіксованою величиною
Одержання частини майна товариства у разі його ліквідації	Залишкове право	Переважне право
Максимальний обсяг емісії	Необмежений обсяг	Не більше ніж 25% статутного капіталу
Можливість конвертації	неможлива	можлива
Ризик для інвестора	більший	менший
Вартість для підприємства	більша	менша
Випуск більше ніж одного класу акцій	Заборонено Всі акції однакові та дають однакові права	Дозволено Акції різних класів дають їх власникам різні права

¹ Джерело: складено автором відповідно до [120]

Вартість привілейованих акцій можна розрахувати з наступного рівняння (формула (2.6)) [165 с.116]:

$$V = \frac{D_p}{k_p} ; \quad (2.6)$$

де V – ринкова вартість привілейованої акції;

D_p – фіксовані оголошені дивіденди за привілейованими акціями;

k_p - ставка дохідності привілейованих акцій.

Звідси ставка дохідності k_p [165, с.128]:

$$k_p = \frac{D_p}{V} ; \quad (2.7)$$

Нерозподілений прибуток, як складову власного капіталу, підприємство одержує в ході господарської діяльності як залишок від усіх чистих прибутків, зароблених у попередніх періодах, і нерозподілених між власниками акцій. З огляду на сказане вище про розподіл дивідендів власникам привілейованих акцій, цей нерозподілений прибуток уже не містить в собі потенційних дивідендів за привілейованими акціями, а тому власниками цього нерозподіленого прибутку можна вважати тільки власників простих акцій.

З метою додаткового захисту кредиторів підприємства, частково цей нерозподілений прибуток використовується на формування резервного капіталу. Перерахувавши частину коштів до резервного капіталу, підприємство ніби гарантує своїм кредиторам, що ця сума аж до ліквідації не буде використана на виплату дивідендів, а значить відповідна частина активів також залишиться не вилучена і буде слугувати додатковим забезпеченням спроможності підприємства сплатити борги перед кредиторами.

Вартість власного капіталу відображає той рівень доходу, який хочуть одержати власники простих акцій. Мова йде тільки про власників простих акцій тому, що власники привілейованих акцій одержують гарантовані дивіденди і на більше вони претендувати не можуть. А отже весь прибуток підприємства, що залишається після виплати податків та дивідендів за привілейованими акціями, повністю належить акціонерам підприємства, які

одержують компенсацію за те, що вони надали свій капітал у розпорядження підприємству.

Зароблений прибуток у вигляді дивідендів акціонери мають змогу вкласти в інші проекти та одержувати за це плату. Якщо ж частина прибутку залишається на підприємстві у вигляді нерозподіленого прибутку, це свідчить про реінвестування акціонерами заробленого прибутку. Відповідні кошти не забираються ними, а залишаються в обороті підприємства. Логічно припустити, що акціонери погодяться на таке тільки за умови, якщо їм це буде вигідно. Для того, щоб зацікавити акціонерів відмовитись від альтернативних вкладень, підприємству необхідно запропонувати їм не менше, ніж інші аналогічні проекти з таким самим рівнем ризику. Привабливіші умови не вигідно буде пропонувати самому підприємству, оскільки в цьому випадку краще буде виплатити дивіденди існуючим акціонерам, та випустити нові акції за меншою ціною.

З іншого боку, щоб мати змогу сплатити необхідну плату акціонерам за реінвестований прибуток, підприємству необхідно мати можливість заробити потрібний дохід, вклавши одержані кошти. Якщо підприємство не може інвестувати нерозподілені прибутки так, щоб заробити прибуток, необхідний для оплати акціонерам, тоді непотрібно їх утримувати, а краще виплатити як дивіденди для того, щоб акціонери самостійно інвестували ці кошти з необхідним рівнем прибутковості.

Найпоширенішими в світовій фінансовій практиці є наступні методи оцінювання вартості власного капіталу:

1. цінова модель оцінки капітальних активів (CAPM - Capital Assets Price Model);
2. кумулятивна модель оцінки премії за ризик;
3. моделі дисконтування дивідендів (їх ще інколи називають моделями дисконтування грошового потоку дивідендів):
 - вартість акцій з нульовим зростання (постійні дивіденди) ;
 - дивіденди з постійним темпом зростання (модель Гордона);

- дивіденди з постійними фазами росту дивідендів.

4. модель прибутку на акцію.

Аналіз названих моделей та особливості їх застосування наведено в додатку Л, а узагальнення зведені в таблиці 2.3.

Окрім розглянутих є ще й інші моделі та модифікації розглянутих (такі, як теорія арбітражного ціноутворення, моделі Фама-Френча тощо), але, на нашу думку, їх застосування є досить ускладненим і в розвинутих країнах, не те що в умовах України. У зв'язку з неможливістю їх практичного застосування в Україні, в роботі вони не розглядаються.

Таким чином, бачимо, що у світовій практиці існує багато різних методів оцінювання вартості як власного, так і позикового капіталу, але вони є пристосованими, в основному, до умов західних країн. У таких країнах фінансові ринки є розвинутими і надають всю необхідну інформацію для розрахунків, та й самі підприємства зацікавлені у найповнішому розкритті своїх результатів, намірів і планів.

В Україні ситуація зовсім інша. Ринкової інформації обмаль у зв'язку з недостатнім рівнем розвитку фінансового ринку, і у самих підприємств одержати будь-яку інформацію практично неможливо. А проводити інвесторам аналіз діяльності підприємства тільки на основі фінансової звітності, яку підприємства оприлюднюють, є надзвичайно складно.

Тому, на нашу думку, в цій ситуації, до застосування будь-якої моделі потрібно підходити дуже обережно, а одержані результати - експертно аналізувати на адекватність з врахуванням тих специфічних чинників, які мають значний вплив на оцінку капіталу вітчизняних підприємств.

Для оцінювання вартості власного капіталу вітчизняних нафтогазових акціонерних товариств, на нашу думку, найкраще підходить модель оцінювання вартості власного капіталу за прибутком на акцію. Це пояснюється тим, що українські реалії не дають змоги використати інші моделі.

Таблиця 2.3
Аналіз найпоширеніших методів оцінювання вартості власного капіталу акціонерних товариств¹

Модель	Рівняння для розрахунку	Передумови застосування	Переваги	Недоліки
1 Цінова модель оцінки капітальних активів (САРМ)	2 $k_s = k_{RF} + (k_M - k_{RF}) \beta$ де k_s – вартість власного капіталу; де k_{RF} – безризикова ставка; k_M – очікувана дохідність ринкового портфеля; β – коефіцієнт β для конкретної акції	3 - стабільність ринкової економіки, - наявність достатньої кількості даних про прибутковість конкретного підприємства, - очікування роботи диверсифікованості акціонерів.	4 Точність результатів оцінювання	5 - труднощі з розрахунком відповідних параметрів, - відсутність однозначного підходу, яка саме прибутковість має вважатись безризиковою ставкою, а також яку саме премію за середній рівень ризику одержують акціонери, - не врахування рівня диверсифікованості акціонерів.
Кумулятивна модель оцінки премії за ризик	$k_s = k_{RF} + k_1 + k_2 + \dots + k_n$ де k_s - вартість власного капіталу; k_{RF} - безризикова ставка; k_1, k_2, \dots, k_n – премії за різні види ризику.	- наявність досвідченого професійного експерта, - отакування інвестиції з-за кордону.	Застосування в умовах, коли неможливо визначити параметри для оцінки за САРМ або у випадку, коли існує сумнів у результатах розрахунків за попередньою моделлю	- суб'єктивність, - точність оцінювання в значній мірі залежить від досвіду і професійності експерта, - відсутність єдиної методики визначення величини премії за ризик.
Моделі дисконтування дивідендів:				
- вартість акцій з нульовим зростанням	$k_s = \frac{D}{P_0}$ де P_0 – поточна ринкова вартість акцій; D – стала сума дивідендів, що, як очікується, буде виплачуватись щороку на ці акції; k_s – вартість власного капіталу як очікувана акціонерами дохідність.	- щорічна виплата дивідендів, - ринок цінних паперів є ефективним і знаходиться в стані рівноваги.	- зрозумілість і точність розрахунків	- відсутність дивідендної політики, - відсутність виплат дивідендів, - недостатній рівень розвитку фондового ринку.

1	2	3	4	5
<p>- дивіденди постійним темпом зростання</p> <p>3</p>	<p>$k_s = \frac{D_1}{P_0} + g$</p> <p>$k_s$ –вартість власного капіталу як очікувана акціонерами дохідність;</p> <p>D_1 – очікувані дивіденди в наступному за звітним році;</p> <p>P_0 – поточна ринкова вартість акцій;</p> <p>g – очікуваний постійний темп зростання дивідендів у рік.</p> <p>Етапи розрахунку:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Виділяються відрізки часу, впродовж яких спостерігається стала тенденція зростання дивідендів. Таких відрізків часу може бути і кілька. 2. Розраховується грошовий потік у вигляді дивідендів по роках. 3. Складається рівняння розрахунку теперішньої вартості цих окремих відрізків на початковий момент часу (на сьогодні). 4. Розраховується ставка дисконтування, яка урівнює ліву і праву частини рівняння. 	<p>- застосування можливе тільки тоді, коли $k_s > g$,</p> <p>- щорічна виплата дивідендів,</p> <p>- ринок цінних паперів є ефективним і знаходиться в стані рівноваги.</p>		
<p>Модель прибутку на акцію</p>	<p>$k_s = \frac{EPS}{P}$;</p> <p>де EPS – прибуток на акцію;</p> <p>P – поточна ринкова ціна акції.</p>	<p>- наявність інформації про поточну ринкову ціну акцій</p>	<p>- проста розрахунків,</p> <p>- можливість застосування наявного рівня розвитку вітчизняного фондового ринку</p>	<p>Використання бухгалтерського прибутку в розрахунках зумовлює вплив бухгалтерських суджень, припущень та принципів та інших недоліків</p>

¹ Джерело: розроблено автором на основі: [17, с. 233, с.360], [24, с. 220, 227], [35, с. 58], [85, с. 115-116, с. 118], [68, с. 125-126, с.288], [98, с.84, с.86], [130, с. 97, с.458], [146], [161, с. 19].

Так, жодна з моделей дисконтування дивідендів в Україні не може бути використана тому, що виплата дивідендів для переважної більшості підприємств має стихійний і хаотичний характер, послідовної дивідендної політики підприємства не мають, часто на виплату дивідендів, особливо нафтогазовими підприємствами, впливають різні політичні чинники, а тому спрогнозувати їх величину на наступні періоди жодними економічними методами неможливо.

Серед труднощів у застосуванні моделі CAPM слід назвати: відсутність надійної оцінки ринкової дохідності, безризикової ставки, значення коефіцієнтів β для конкретного цінного паперу. За потреби, значення β можна розрахувати, але для цього потрібен такий масив інформації, який доступний тільки невеликій кількості інвесторів. Приблизну оцінку дохідності теж можна одержати, але її неточність буде настільки великою, що практичної цінності мати не буде. Кумулятивна модель теж не практична. На жаль, в Україні сьогодні немає ні достатньої кількості фінансових аналітиків такого високого рівня, ні розроблених вітчизняних рекомендацій (як у Росії чи в Західній Європі), які б дали змогу оцінити достовірну величину плати за окремі складові ризику.

Тому і виходить, що на сьогодні оцінювання вартості власного капіталу акціонерних товариств на основі величини прибутку на акцію є найприйнятнішим. Перевагою цієї моделі є доступність даних для всіх інвесторів та простота розрахунків, яка, при цьому, не применшує практичну цінність одержаних результатів. Відповідно до вимог ПСБО 24 [112] інформація про величину прибутку на акцію і так повинні розкривати в обов'язковому порядку всіма публічними акціонерними товариствами у звіті про фінансові результати, зокрема там наводяться величини чистого і скоригованого прибутку на акцію. Ми вважаємо, при оцінюванні вартості власного капіталу потрібно враховувати тільки скоригований на наявні потенційні прості акції в обігу чистий прибуток на акцію. Одержана таким чином оцінка вартості власного капіталу акціонерних товариств буде точніша.

Ще однією перевагою даної моделі, на нашу думку, є і те, що в модифікованому вигляді її можна застосувати навіть для оцінювання вартості власного капіталу тих акціонерних товариств, акції яких не перебувають у відкритому обігу на фондовому ринку. Таким чином вдасться вирішити проблему, котра до цього не мала адекватного практичного вирішення. Враховуючи, що такі підприємства є акціонерними, показник прибутку на акцію може бути розрахований шляхом ділення чистого прибутку на середньорічну кількість простих акцій, емітентом яких є дане підприємство. Ринкової вартості такі акції не можуть мати, так як вони не обертаються на ринку. Тому, в розрахунках як ринкову необхідно використати балансову вартість таких акцій і це обґрунтовано, оскільки такі підприємства повністю знаходяться в державній власності і акції у відкритий продаж не планується випускати. Балансову вартість акції безумовно мають, це є необхідною умовою їх емісії.

2.3 Практичні аспекти оцінювання вартості інвестованого капіталу нафтогазових підприємств

Визначення вартості капіталу підприємства, як і самого підприємства, великою мірою визначається ринком капіталів країни та його станом, оскільки для розрахунку вартості власного капіталу акціонерних товариств необхідною є інформація про ринкову вартість акцій такого товариства.

На ліквідність акцій, а отже і на достовірність оцінки ринкової вартості акцій акціонерного товариства, впливають наступні чинники [27, с.611-612]:

- ринок, на якому торгуються акції даного підприємства.

Акції підприємства можуть обертатися на організованих біржах або на позабіржовому ринку. Відповідно, довіра до ринкової вартості акцій буде залежати від того, чи це вартість купівлі - продажу на основній фондовій біржі країни, за якою відбуваються регулярні операції купівлі – продажу, чи

це ціна разової угоди на маленькій біржі, чи взагалі вартість випадкової угоди на позабіржовому ринку.

- розвиненість ринку цінних паперів.

Про рівень розвитку ринку свідчить кількість акцій, що беруть участь у регулярних торгах.

- ступінь концентрації цінних паперів у руках певної групи власників.

Для того, щоб дати відповідь на запитання, наскільки реальною є оцінка ринкової вартості акцій вітчизняних підприємств українським фондовим ринком та чи можна використовувати її для розрахунків та подальшого аналізу діяльності підприємств, проаналізуємо стан ринку цінних паперів України на основі звітних даних державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), що виступає основним регулятором цього ринку.

Фінансовий ринок України досі знаходиться на стадії розвитку. Якщо проаналізувати обсяги зареєстрованих випусків цінних паперів за останні роки, можна побачити щорічний приріст (табл.2.4).

Таблиця 2.4

**Обсяги зареєстрованих ДКЦПФР випусків цінних паперів
у 2003 - 2009 р.р.¹**

Роки	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Вартість випущених цінних паперів, млрд. грн	23,62	34,76	61,99	84,07	133,25	153,05	162,68
Відхилення:							
абсолютне, млрд. грн.		11,14	27,23	22,08	49,18	19,8	9,63
відносне, %		47,16	78,34	35,62	58,50	14,86	6,29

¹ Джерело: [54-56]

Стан економіки України у 2009 році загалом можна охарактеризувати як нестабільний, що зумовлене насамперед наслідками економічної кризи. Це ж вплинуло і на стан фондового ринку країни. Але тим не менше, впродовж кількох останніх років обсяг торгівлі цінними паперами на українському

фондовому ринку в декілька разів перевищує обсяги виробництва в таких важливих галузях як сільське господарство, будівництво, виробництво промислової продукції.

Як бачимо, найнижчий темп приросту спостерігається в останньому році, що повторює тенденції фондових ринків економічно розвинутих країн. Але простежується чітка тенденція до зростання за рахунок нових емісій. Таким чином, станом на кінець 2009 року в обігу знаходилось цінних паперів на суму 740,06 млрд. грн.

Аналіз структури зареєстрованих випусків цінних паперів у 2007-2009 рр. (рис. 2.14) свідчить, що основні суми фінансування залучаються підприємствами через емісію облігацій і акцій.

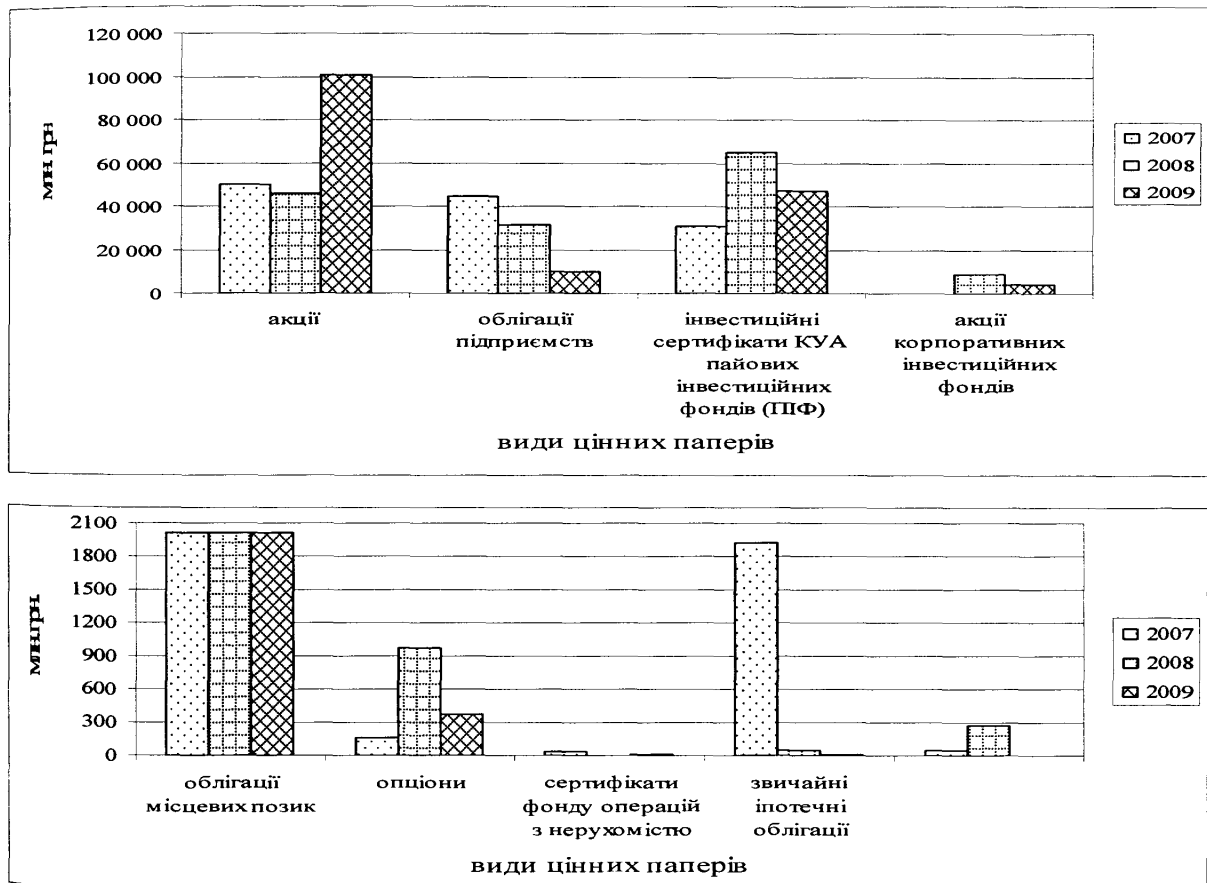


Рис. 2.14. Динаміка вартості і структура зареєстрованих випусків цінних паперів за період 2007-2009 р.р.

За останні сім років спостерігалось зменшення вартості випущених за рік акцій всього двічі – у 2005 і у 2008 р.р (табл. 2.5). Темпи зменшення в обох випадках практично однакові. Якщо через випуск облігацій суми, залучені

емітентами впродовж останніх трьох років дещо зменшилися, то популярність акцій у 2009 році значно зростає.

Таблиця 2.5

Динаміка обсягів зареєстрованих комісією випущених акцій впродовж року¹

Показники	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Вартість випущених акцій підприємств, млрд. грн	18,02	28,34	24,81	43,54	50,00	46,14	101,07
Відхилення:							
абсолютне, млрд. грн.		10,32	- 3,53	18,73	6,46	- 3,86	54,93
відносне, %		57,27	- 12,45	75,49	14,84	- 7,72	119,05

¹ Джерело: [54-56]

Не дивлячись на виявлене незначне зменшення вартості випущених акцій в окремих роках, загалом в період з 2003 по 2009 р.р. щороку спостерігається приріст вартості акцій, що знаходяться в обігу на території України (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

Динаміка вартості акцій, що знаходяться в обігу (наростаючим підсумком) в період з 31.12.03 – 31.12.09 р.р.²

Станом на (наростаючим підсумком):	31.12. 2003	31.12. 2004	31.12. 2005	31.12. 2006	31.12. 2007	31.12. 2008	31.12. 2009
Вартість акцій підприємств, що знаходяться в обігу, млрд. грн	99,25	127,59	152,40	195,94	245,94	292,08	393,15
Відхилення:							
абсолютне, млрд. грн.		28,34	24,81	43,54	50,00	46,14	101,07
відносне, %		28,55	19,45	28,57	25,52	18,76	34,60

² Джерело: [54-56]

Не всі емісії акцій, що реєструються до випуску, реально відбуваються. При неможливості реалізувати весь випуск акцій відповідно до чинного законодавства така емісія анулюється. У 2008 році скасування емісій акцій відбувались значно частіше, ніж у попередньому році, що є наслідком

кризових явищ в економіці країни. У вартісному ж виразі співвідношення скасованих випусків до випущених у 2009 році зменшилось (табл. 2.7).

Таблиця 2.7

Обсяги скасованих реєстрацій випусків акцій у 2007 – 2009 р.р.¹

Показники	2007	2008	2009
Кількість випусків, емісій			
- скасованих впродовж року	д/в*	1 037	906
- зареєстрованих впродовж року	1 297	1 161	741
відношення, %	д/в*	89,32	122,27
Обсяг випуску акцій, млрд.грн			
- скасованих до випуску впродовж року	3,85	10,77	12,17
- зареєстрованих впродовж року	50,00	46,13	101,07
відношення, %	7,7	23,35	12,04

Умовні позначення: д/в* - дані відсутні

¹ Джерело: [54-56]

Щоб визначити, якими саме учасниками ринку залучаються найбільші суми фінансування, проаналізуємо дані табл. 2.8.

Таблиця 2.8

Обсяги та кількість зареєстрованих ДКЦПФР випусків акцій за видами учасників ринку цінних паперів у 2008 – 2009 р.р.²

Види емітентів	2008			2009		
	кількість випусків акцій, емісій	обсяг випусків акцій,		кількість випусків акцій, емісій	обсяг випусків акцій,	
		млрд. грн.	до підсумку, %		млрд. грн.	до підсумку, %
Комерційні банки (ЗАТ та ПрАТ)	30	7,97	17,28	2	0,03	0,03
Комерційні банки (ВАТ та ПАТ)	111	17,7	38,36	149	60,76	60,12
Страхові компанії	149	2,13	4,62	88	1,71	1,69
Інвестиційні компанії та інвестиційні фонди	20	0,29	0,62	-	-	-
Підприємства (ЗАТ та ПрАТ)	416	8,19	17,75	235	1,86	1,84
Підприємства (ВАТ та ПАТ)	435	9,86	21,37	267	36,71	36,32
Разом	1161	46,14	100,00	741	101,07	100,00

² Джерело: [54-56]

Як свідчать наведені дані, у 2008 році 39,12% від загального обсягу фінансування, отриманого шляхом емісії акцій, було залучено акціонерними товариствами. На другому місці за кількістю емісій і на першому за сумами залученого фінансування – комерційні банки, номінальна вартість випущених ними акцій є значно більшою, аніж у акціонерних товариств. У 2009 році частка комерційних банків у загальній вартості випущених акцій зросла майже вдвічі, і склала вже 60,12 %.

В Україні проводяться емісії як простих, так і привілейованих акцій, хоча останніх випускається дуже обмежена кількість (табл. 2.9). Причиною цього є, насамперед, законодавче обмеження кількості привілейованих акцій [118], що їх може випустити акціонерне товариство.

Таблиця 2.9

Обсяги випусків акцій у 2007-2009 р.р. за видами акцій ¹

Показники		кількість випусків акцій, емісій	обсяг випусків акцій, млрд. грн.
2007	випуски іменних простих акцій	1 292	49,97
	випуски іменних привілейованих акцій	5	0,03
2008	випуски іменних простих акцій	1155	46,13
	випуски іменних привілейованих акцій	6	0,013
2009	випуски іменних простих акцій	731	101,06
	випуски іменних привілейованих акцій	9	0,006

¹ Джерело: [54-56]

Серед емітентів, обсяги випуску акцій яких були найбільшими впродовж 2008 року нафтогазових підприємств немає, так як жодне з аналізованих підприємств додаткових емісій акцій не проводило.

У 2009 році склад емітентів, що здійснили найбільші випуски акцій повністю відмінний від попереднього року. Серед цих емітентів: ПАТ НАК «Нафтогаз України» (30,6 млрд. грн.), ВАТ «Державний ощадний банк України» (11,77 млрд. грн.), ПАТ «Родовід Банк» (5,6 млрд. грн.),

ПАТ «Сведбанк» (5 млрд. грн.). Сумарний обсяг випущених ними акцій склав 52,4% від загальної вартості всіх випущених протягом року акцій.

На другому місці за обсягами залученого фінансування є випуски облігацій підприємств (табл. 2.10).

Таблиця 2.10

Обсяги і кількість зареєстрованих комісією випусків облігацій підприємств у 2003-2009 р.р., млрд. грн.¹

Показники	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
кількість випусків, емісій	д/в*	д/в*	д/в*	д/в*	991	912	240
обсяги, млрд.грн	4,24	4,11	12,75	22,07	44,48	31,35	10,11
Відхилення:							
абсолютне, млрд. грн.		- 0,13	8,64	9,32	22,41	- 12,13	- 21,24
відносне, %		- 3,07	210,22	73,10	101,54	- 29,52	- 67,75

Умовні позначення: д/в* - дані відсутні.

¹ Джерело: [54-56]

Дані про кількість випусків облігацій у 2003-2006 р.р. відсутні.

Загалом, найбільше облігацій було випущено у 2007 році, в якому завдяки випуску облігацій емітентами було залучено 44,48 млрд.грн. В останні два роки спостерігається в цій сфері суттєвий спад.

У структурі емітентів зареєстрованих випусків облігацій підприємств значна частка належала банкам (табл. 2.11).

Таблиця 2.11

Обсяг зареєстрованих випусків облігацій підприємств в розрізі емітентів у 2003-2009 р.р. млн. грн.²

Вид емітента	Всього, млн. грн.	у т.ч.				
		банки		страхові компанії		інші
		обсяг	%	обсяг	%	
2003	4 241,86	329,16	7,76	7	0,17	3 905,71
2004	4 106,59	217,93	5,31	112	2,73	3 776,66
2005	12 748,28	2 564,73	20,12	41,9	0,33	10 141,65
2006	22 070,80	4 994,00	22,63	85	0,39	16 991,80
2007	44 480,51	18 869,37	42,42	50,64	0,11	25 560,50
2008	31 346,27	7 115,94	22,70	97,5	0,31	24 132,84
2009	10 107,35	0	0,00	0	0,00	10 107,35

² Джерело: [54-56]

Так, у 2007 році ними було випущено 42,42 % від загального обсягу випусків облігацій. Після цього активність банків, насамперед через кризові явища, значно зменшилась.

У 2009 році, вперше за весь аналізований період, ні комерційні банки, ні страхові компанії участі у випуску облігацій не брали, хоча ще у 2008 році комерційними банками було залучено шляхом випуску облігацій фінансування на суму 7,1 млрд. грн.

Зведеним показником, що характеризує стан фондового ринку країни, є його капіталізація (рис.2.15).

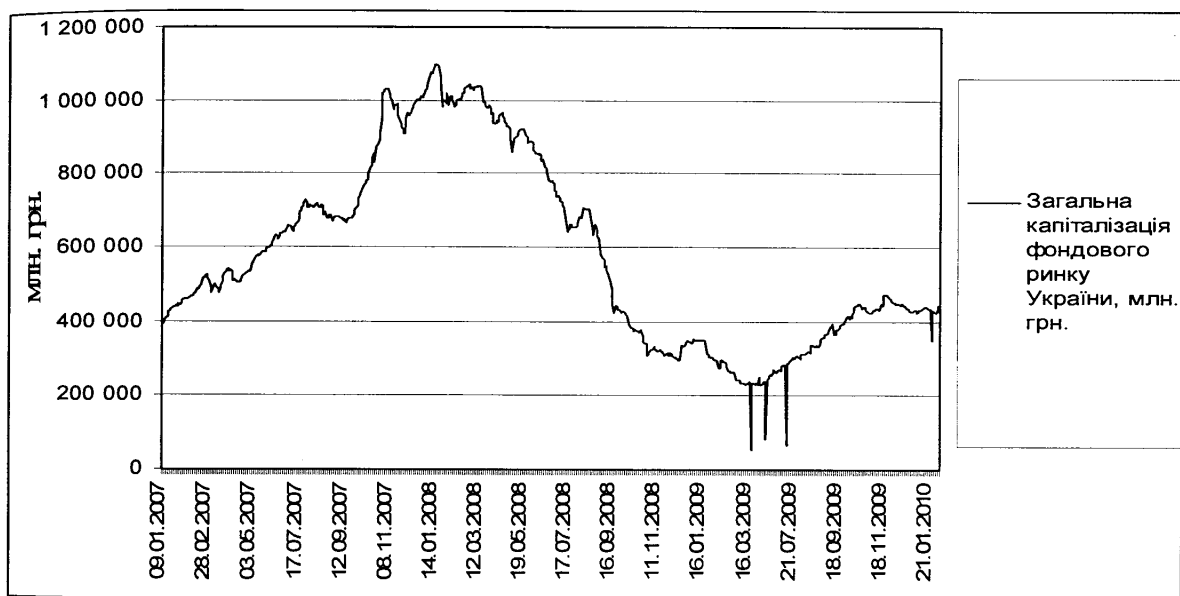


Рис. 2.15. Динаміка капіталізації фондового ринку України за період 2007-2009 р.р.

Бачимо, що наприкінці 2008 – на початку 2009 р.р. капіталізація ринку зійшла до мінімуму, після чого ринок почав частково оздоровлюватись, про що свідчить зростання капіталізації.

Професійну діяльність з організації торгівлі цінними паперами на фондовому ринку України здійснюють офіційно зареєстровані фондові біржі та торговельно-інформаційні системи. Станом на кінець 2008 року таких учасників функціонувало в Україні 11, серед яких 10 фондових бірж та одна торговельно-інформаційна система – Дочірнє підприємство Асоціації «Південноукраїнська торговельно-інформаційна система». Серед фондових

бірж такі фондові біржі, як ВАТ «Київська міжнародна фондова біржа», ЗАТ «Придніпровська фондова біржа», ПрАТ «Українська міжбанківська валютна біржа», ЗАТ «Українська міжнародна фондова біржа», ЗАТ «Українська фондова біржа», ВАТ «Східно-Європейська фондова біржа», ВАТ «Українська біржа», ЗАТ «Фондова біржа «ІННЕКС», ПрАТ «Фондова біржа «ПФТС», ПАТ «Фондова біржа «Перспектива».

Не дивлячись на таку велику кількість учасників, основна частка всіх операцій здійснюється на одній фондовій біржі - ПрАТ «Фондова біржа «ПФТС». Якщо у 2007 році на цій біржі було проведено 87,54 % всіх операцій з торгівлі цінними паперами, то у 2008 році частка виконання біржових контрактів з цінними паперами склала вже 90,02 %. У 2009 році активність інших фондових бірж дещо зросла, що зумовило зменшення частки ПрАТ «Фондова біржа «ПФТС» до 38,75 %.

У 2008 році найбільший обсяг операцій з купівлі-продажу цінних паперів було проведено з облігаціями підприємств – 36,04 % (на суму 16,61 млрд.грн.). У 2009 році – перевага за операціями з акціями - 37,6 %. Якщо первинне розміщення облігацій у 2008 році, в основному, здійснювався на ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» та ЗАТ «Українська міжнародна фондова біржа», то 99% всіх операцій вторинного ринку з облігаціями на суму 14,92 млрд. грн. було здійснено на ПрАТ «Фондова біржа «ПФТС».

Схожа картина і з вторинним ринком інших видів цінних паперів. На ПрАТ «Фондова біржа «ПФТС» у 2008 році було виконано 85,58% всіх вторинних розміщень акцій, 56,3% - інвестиційних сертифікатів, а торги облігаціями внутрішніх державних позик та облігаціями місцевих позик здійснювались винятково на цій біржі. Похідні цінні папери виявились єдиними фінансовими інструментами, якими у 2008 році на цій біржі не торгували. У 2009 році ПрАТ «Фондова біржа «ПФТС» посіла друге місце за обсягами здійснених операцій по первинному розміщенню облігацій, та перше місце – за операціями вторинного ринку. Винятком у 2009 році стали операції з торгівлі інвестиційними сертифікатами та деривативами, якими, як і

у попередньому році, на цій біржі не торгували. Таким чином, можна сказати, що значна частина фондового ринку України репрезентується саме ПрАТ «Фондова біржа «ПФТС».

Для відображення загальної динаміки курсів цінних паперів фондовою біржею «ПФТС» розраховується починаючи з 1997 року індекс ПФТС. Індекс ПФТС відображає динаміку курсів за результатами поточних торгів найліквідніших акцій, що входять до розрахунку цього індексу. Склад таких акцій переглядається щомісяця з метою вибору найліквідніших. Індекс базується на цінах у гривнях обраних акцій на час закриття торгової сесії і розраховується щоденно. Значення індексу на певний день дорівнює загальній капіталізації індексу, поділеній на капіталізацію 1 жовтня 1997 року (базове значення індексу). Розраховане значення індексу може використовуватись, наприклад, як показник середньої дохідності ринку.

В аналізованому періоді значення індексу ПФТС стабільно зростало аж до початку кризових явищ, які значно вплинули і на ринкові вартості акцій вітчизняних компаній (рис. 2.16).

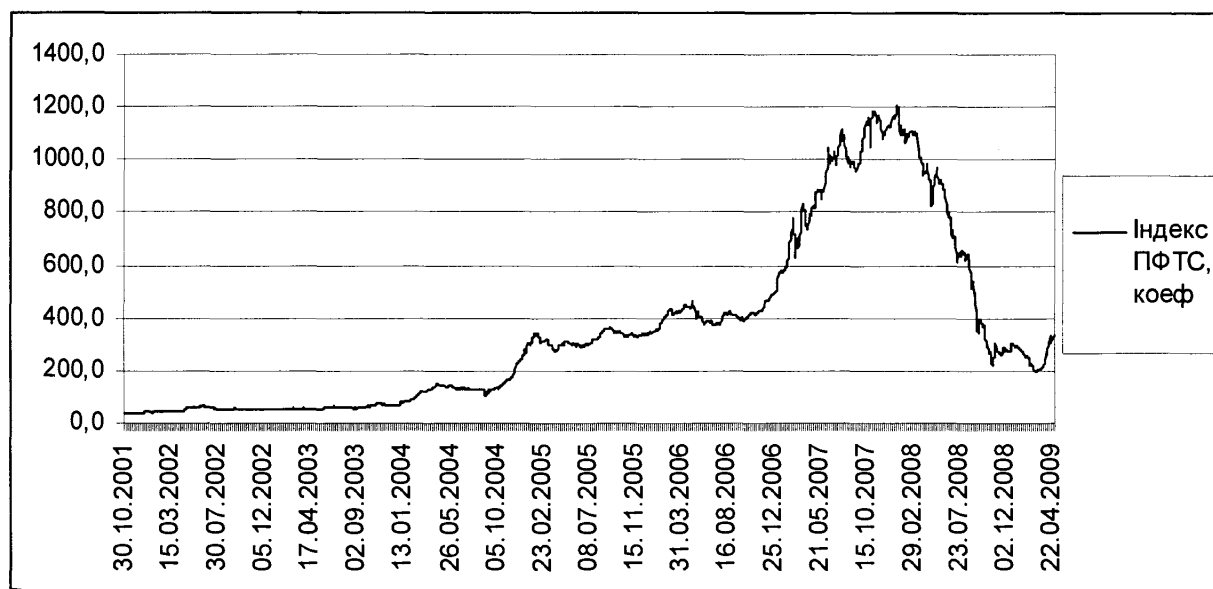


Рис. 2.16. Динаміка індексу ПФТС за період 2001 - 2009 р.р.

Окрім фондової біржі «ПФТС», кілька місцевих брокерських компаній ведуть свої власні індекси фондового ринку. Це такі індекси як КАС-20, КР-Dragon і Сократ.

Свої розрахунки ці брокерські компанії базують на офіційних ринкових цінах, оприлюднених ПФТС, які ними додатково коригуються при виявленні очевидних аномалій у динаміці (що пов'язано з незрілістю українського фондового ринку). Так індекс KP-Dragon вираховується у доларах США, в результаті чого він слугує орієнтиром українського ринку для міжнародних інвесторів, які оцінюють свої інвестиційні портфелі у доларах. Крім того, такий розрахунок дозволяє робити порівняння даного індексу KP-Dragon з російськими індексами, які також номінуються у доларах. У 2004 році ПФТС разом з агентством Cbonds створили нові індекси українського ринку корпоративних облігацій: ПФТС-Cbonds і ПФТС-Cbonds/TR. Розрахунок нових індексів враховує основні принципи Європейської Комісії з Облігацій.

Підсумовуючи все вищенаведене, можемо зробити висновок, що фінансовий ринок України хоч і знаходиться ще на етапі становлення, але щороку розвивається, розширює свою діяльність. На ньому відбуваються операції з різними фінансовими інструментами, з якими після емісії продовжується активна торгівля, а тому оцінку ринкової вартості таких інструментів можна вважати достовірною.

Відібрані для аналізу найбільші нафтогазові підприємства є акціонерними товариствами.

Станом на 31.12.08 року НАК «Нафтогаз України» було випущено 5 564 714 шт. простих іменних акцій номінальною вартістю 1 000 грн. загальною вартістю 5 564 714 000 грн. У 2009 році на виконання постанов Кабінету Міністрів України від 08.07.09 №711 «Деякі питання поповнення статутного фонду Національної акціонерної компанії «Нафтогаз України» [36] та від 22.07.09 №765 «Про внесення змін до постанови Кабінету Міністрів України від 8 липня 2009 р. №711» [119] наказом Мінпаливенерго від 27.07.09 №379 «Про збільшення статутного фонду НАК «Нафтогаз України» та закрите (приватне) розміщення акцій» прийнято рішення про збільшення розміру статутного капіталу НАК «Нафтогаз України» шляхом закритого (приватного) розміщення акцій. Відповідно до цих постанов було передбачено

поетапне розміщення цінних паперів компанії. В ході першого етапу розміщення, який відбувся у 2009 році, було розміщено додатково 18 600 000 акцій номінальною вартістю 1 000,00 грн. кожна, на загальну суму 18 600,0 млн. грн. Таким чином, станом на кінець 2009 року компанією випущено всього 24 164 714 простих іменних акцій номінальною вартістю 1 000 грн. на загальну вартість 24 164,7 млн. грн.

Оскільки НАК «Нафтогаз України» є вертикально інтегрованою національною акціонерною компанією, всі випущені нею акції знаходяться у державній власності, а тому не перебувають в обігу на біржовому чи на організаційно оформлених позабіржових ринках цінних паперів України. Через це ринкової вартості такі акції не мають. Уявлення про ринкову вартість компанії можна одержати тільки опосередковано через ринкову вартість інших цінних паперів цієї компанії, які обертаються на ринку, зокрема, облігацій компанії.

Склад і структура відсоткового капіталу НАК «Нафтогаз України» наведено в додатку М.

Найбільше труднощів виникає під час розрахунку вартості власного капіталу. Для оцінювання вартості власного капіталу НАК «Нафтогаз України» використаємо модифіковану модель прибутку на акцію, за якою вартість власного капіталу прирівнюємо до відношення прибутку на акцію до балансової вартості однієї акції. Розрахунок вартості власного капіталу НАК наведено в таблиці 2.12.

Особливу увагу приділимо 2007 року, оскільки це був критичний рік для підприємства, в якому було зафіксовано бухгалтерські збитки. Цілком зрозуміло, що вартість капіталу не може бути від'ємна, тому в цей рік розрахунки були додатково відкориговані і вартість власного капіталу прирівняно до 0. Це логічно, якщо підприємство збиткове, інвестори не можуть розраховувати на прибуток від такого інвестування.

Вартість власного капіталу НАК «Нафтогаз України» є невелика, що зумовлено як мізерним прибутком на акцію, так і великим номіналом однієї

акції. Такі значення є економічно виправданими, оскільки на одну акцію припадає незначна сума заробленого прибутку, значить і потенційні дивіденди, що одержить держава на кожну вкладену акцію, не можуть бути значними.

Таблиця 2.12

Розрахунок відносної оцінки вартості власного капіталу НАК «Нафтогаз України»¹

Показники	Прибуток на акцію, грн/шт	Балансова вартість 1 акції, грн.	Вартість власного капіталу, коеф.	в %
2001	0,0387	1 000	0,0000387	0,00387
2002	0,0022	1 000	0,0000022	0,00022
2003	0,0008	1 000	0,0000008	0,00008
2004	0,0005	1 000	0,0000005	0,00005
2005	0,0027	1 000	0,000003	0,00027
2006	0,3846	1 000	0,000385	0,03846
2007	-2,1714	1 000	0	0
2008	2,0938	1 000	0,002094	0,20938
2009	0,0938	1 000	0,000094	0,00938

¹ Джерело: фінансова звітність компанії [127]

Розрахувати ринкову вартість інших компонентів відсоткового капіталу НАК «Нафтогаз України» є неможливо, тому середньозважену вартість капіталу компанії розрахуємо, виходячи з балансової вартості компонентів і фактичних відсоткових ставок, під які компанія брала запозичення (додаток Н). У разі наявності кількох запозичень одного виду з різними відсотковими ставками, використаємо середньозважену ставку.

Графічно зміна середньозваженої вартості капіталу НАК відображена на рис. 2.17.

Бачимо, вартість капіталу НАК «Нафтогаз України» за весь аналізований період зростає. Винятком є тільки незначне зменшення у 2002 році та суттєве зменшення у 2009 році. Причиною такого різкого зменшення вартості капіталу в останньому році є зменшення відсоткових ставок за залученими коштами. Якщо у 2008 році позикове фінансування залучалось під 11,5 – 15,4 %, то 2009 році – це вже 9,5-13,68 %.

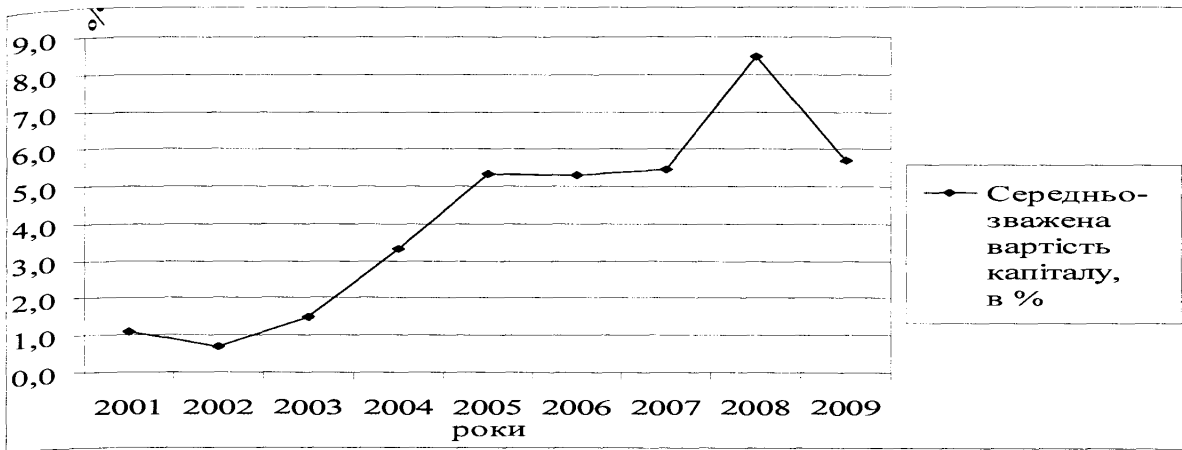


Рис. 2.17. Динаміка середньозваженої вартості капіталу НАК «Нафтогаз України» за період 2001 – 2009 р.р.

Приріст вартості капіталу підприємства зумовлений не тільки здорожчанням вартості окремих складових капіталу, але і структурними зрушеннями в складі капіталу. Аналіз чинників, що впливають на середньозважену вартість капіталу НАК «Нафтогаз України» проведемо за допомогою індексного методу, зокрема через розрахунок індексів структури.

Індекс змінного складу вартості капіталу визначається:

$$I_p^- = I_p \times I_d ; \quad (2.8)$$

де I_p^- - індекс змінного складу;

I_p – індекс фіксованого складу;

I_d – індекс структурних зрушень.

У свою чергу дані індекси розраховуються наступним чином:

- індекс фіксованого складу:

$$I_p = \frac{\sum p_1 \times q_1}{\sum q_1} \div \frac{\sum p_0 \times q_1}{\sum q_1} = \frac{\sum p_1 \times q_1}{\sum p_0 \times q_1} ; \quad (2.9)$$

- індекс структурних зрушень:

$$I_d = \frac{\sum p_0 \times q_1}{\sum q_1} \div \frac{\sum p_0 \times q_0}{\sum q_0} , \quad (2.10)$$

де p_0 , p_1 – вартість окремого компонента капіталу відповідно у базисному і звітному періоді;

q_0 , q_1 – питома вага окремого компонента капіталу у загальній сумі відсоткового капіталу підприємства відповідно у базисному і звітному періоді.

Індекс фіксованого складу – це індекс якісної ознаки, в нашому випадку це індекс вартості капіталу, що відображає зміну вартості за незмінної структури. Через це інколи ще використовується інша назва даного індексу – індекс сталого складу. Даний індекс дає можливість проаналізувати зміну середньозваженої вартості капіталу за рахунок зміни вартості окремих компонентів, відкинувши вплив зміни структури капіталу.

Індекс структурних зрушень характеризує зміну середньозваженої вартості капіталу підприємства в результаті зрушень (змін) у структурі капіталу.

Розрахунок індексів змін середньозваженої вартості капіталу НАК «Нафтогаз України» відображено в додатку П.

Одержані індекси структури та відхилень середньозваженої вартості НАК «Нафтогаз України» наведено в таблиці 2.13.

У структурі відсоткового капіталу НАК простежувалася чітка тенденція зростання частки залучених коштів. Так, у 2001 році власні кошти склали понад 90 %, у 2004 – трохи більше половини, а у 2008 – вже тільки 14 % всього капіталу. У 2009 році, частка власних джерел знову дещо збільшилась – до 38 %, а це не може не впливати на середньозважену вартість капіталу. І дійсно, розраховані індекси фіксованого складу та структурних зрушень свідчать, що основним чинником зростання вартості капіталу НАК «Нафтогаз України» є зростання частки залучених коштів. Вважається, що вартість власного капіталу є більша ніж позикового у зв'язку з більшою ризиковістю вкладень. Але, в наведених розрахунках виявилось протилежне співвідношення. Вартість позикових коштів НАК «Нафтогаз України» є набагато вищою. Причиною цьому, на нашу думку, є той факт, що компанія має єдиного власника (акціонера) і ним є держава, для якої ризикованість вкладень в компанію невелика. І цього співвідношення не порушує навіть той

факт, до прикладу, що випущені НАК «Нафтогаз України» єврооблігації були розміщені за кордоном під менші відсотки аніж запозичення в Україні.

Таблиця 2.13

**Аналіз відхилень середньозваженої вартості
НАК «Нафтогаз України» за допомогою індексного методу ¹**

Показники	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Індекс фіксованого складу	0,53	0,97	1,19	1,03	0,90	1,02	1,48	0,98
Індекс структурних зрушень	1,20	2,19	1,86	1,56	1,11	1,01	1,05	0,68
Індекс змінного складу	0,64	2,13	2,21	1,61	1,00	1,03	1,55	0,67
Зміна WACC за рахунок зміни вартості окремих складових капіталу	-0,622	-0,045	0,531	0,152	-0,607	0,088	2,734	-0,092
Зміна WACC за рахунок зміни структури	0,221	0,841	1,286	1,872	0,587	0,051	0,283	-2,670
Загальна зміна WACC	-0,400	0,796	1,817	2,023	-0,021	0,139	3,016	-2,762

¹ Джерело: результати розрахунків автора

Якщо б така ситуація (вартість власного капіталу є нижча за вартість залученого) спостерігалась за кордоном, і інвестора закордонного підприємства не влаштовувала б вартість власного капіталу, цей власник позбувся би (перепродав) належної йому частки в капіталі на ринку. В умовах України це зробити складно. Власники українських підприємств навіть роками не одержуючи дивідендів, не зважають на низьку вартість власного капіталу не дуже поспішають позбутися належних їм часток у капіталі підприємств. Зовсім інша справа з кредитними коштами. Якщо постачальнику позикового капіталу не підійде вартість, тоді ніякого кредиту видано не буде. Саме тому в НАК «Нафтогаз України» спостерігається нетипова ситуація зі співвідношенням між вартістю власних і залучених коштів: залучений капітал для підприємства є набагато дорожчим за власний. Так як питома вага дорожчого залученого капіталу з роками зростає, це, у свою чергу, збільшує вартість усього капіталу. Це характерно для кожного з аналізованих років. Натомість вартість окремих складових капіталу майже в половині з усіх років

діє різнонаправлено на середньозважену вартість капіталу НАК «Нафтогаз України».

ДАТ «Чорноморнафтогаз» є державним акціонерним товариством, 100 % акцій якого належать державі в особі НАК «Нафтогаз України». З 04.09.1998 р. ДАТ «Чорноморнафтогаз» є емітентом 376 515 500 шт. простих іменних акцій, номінальною вартістю 1 грн. загальною вартістю 376 515, 5 тис. грн. Відповідно до вимог Закону України «Про акціонерні товариства» [118], 28.05.2009 р. відбулась перереєстрація цих акцій з документарної форми в бездокументарну. Крім цього, жодних інших змін ані щодо кількості, ані щодо номінальної вартості до акцій внесено не було.

Так само як і акції НАК «Нафтогаз України», акції ДАТ «Чорноморнафтогаз» не мають ринкової оцінки, оскільки на фондових біржах та на позабіржових ринках не обертаються. Іншими методами розрахувати їх ринкову вартість практично важко, тому для оцінювання вартості власного капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз» застосуємо той самий модифікований метод прибутку на акцію (табл. 2.14).

Таблиця 2.14

Розрахунок вартості власного капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз»¹

Показники	Прибуток на акцію, грн/шт	Балансова вартість 1 акції, грн	Вартість власного капіталу, коеф.	в %
2001	0,127	1	0,127	12,69
2002	0,167	1	0,167	16,68
2003	0,087	1	0,087	8,73
2004	0,120	1	0,120	11,96
2005	0,147	1	0,147	14,73
2006	0,386	1	0,386	38,63
2007	0,020	1	0,020	1,98
2008	0,008	1	0,008	0,80
2009	0,0337	1	0,034	3,37

¹ Джерело: розрахунки автора на основі даних фінансової звітності компанії [126]

З даних таблиці випливає, що вартість власного капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз» є набагато більшою, аніж загалом у НАК «Нафтогаз України». Однією з причин цього є суттєво нижчий номінал акцій (1 грн. при

1 000 грн. акцій НАК «Нафтогаз України»), а також значно більший прибуток на акцію (крім останніх двох років).

Середньозважена вартість капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз» обчислена в додатку Р та зображена на рис. 2.18.

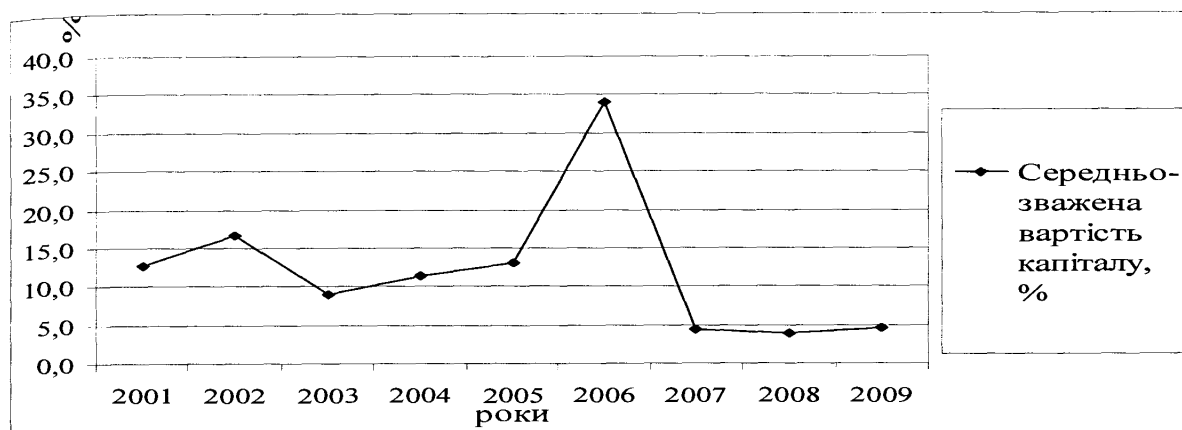


Рис. 2.18 – Динаміка середньозваженої вартості капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз»

Як бачимо, зміни вартості капіталу підприємства різнонаправлені. Найдорожчим для ДАТ «Чорноморнафтогаз» був капітал у 2006 році, що зумовлено, перш за все, найбільшою вартістю власного капіталу (табл. 2.15 та рис. 2.19).

Таблиця 2.15

Вартість окремих компонентів інвестованого капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз», в%¹

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Власний капітал	12,66	16,64	8,04	9,09	11,11	32,89	1,04	0,34	1,50
Довготерміновий кредит	0,03	0,03	0,03	0,84	1,30	1,16	2,45	2,50	2,28
Інші довготермінові фінансові зобов'язання			0,73	1,47	0,72		0,75	0,61	0,63
Короткотерміновий кредит							0,19	0,08	0,18
Середньозважена вартість капіталу в %	12,70	16,67	8,80	11,40	13,13	34,05	4,43	3,53	4,59

¹ Джерело: розрахунки автора на основі даних фінансової звітності компанії [126]

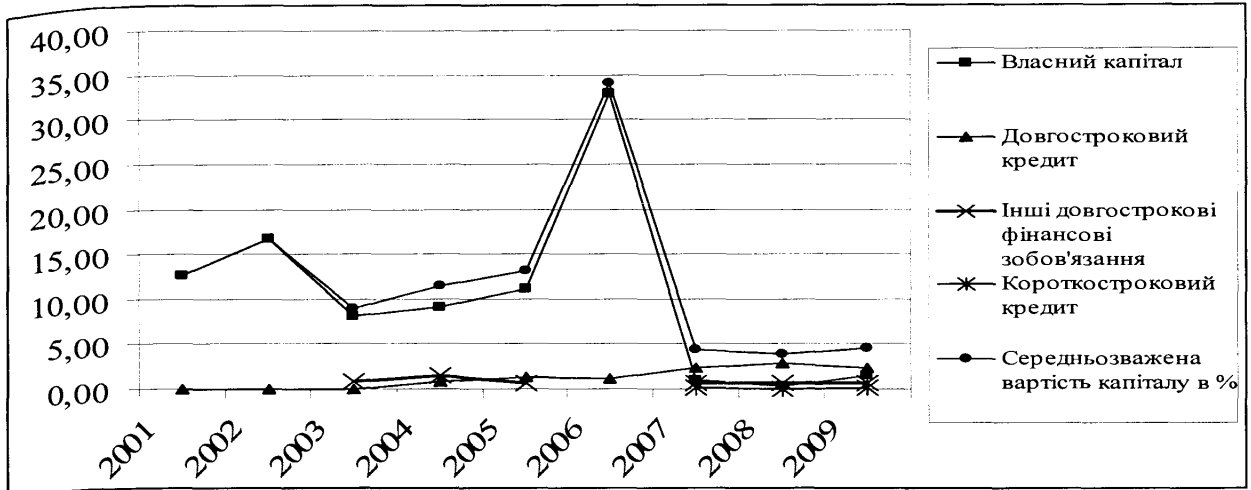


Рис. 2.19. Динаміка вартості окремих компонентів інвестованого капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз»

У цей рік власний капітал коштував вдвічі дорожче ніж у 2002 році та майже в 97 раз – ніж у 2008 році. Причиною цього був суттєво вищий ніж у всі інші роки зароблений чистий прибуток, а звідси і найбільший прибуток на акцію за весь аналізований період.

Серед зобов'язань ДАТ «Чорноморнафтогаз» значним є одержаний у 2004 році кредит від Чорноморського банку торгівлі та розвитку на 7 років в сумі 20 000 тис. дол. США на фінансування розвитку Штормового та Північно-Керченського газового родовищ. Кредитною угодою була передбачена плаваюча відсоткова ставка в розмірі LIBOR + відсоткова ставка. Така відсоткова ставка є нетиповою для більшості запозичень, тому на цьому зупинимось детальніше.

За визначенням, LIBOR (London interbank offered rate) – лондонська міжбанківська ставка [17, с.401] є ставкою, яку сплачують світові банки, що знаходяться у Лондоні, за запозиченнями в євродоларах. Але вже давно застосування цього терміну вийшло за рамки свого первинного значення. Сьогодні ставка LIBOR використовується банками в боротьбі за великих корпоративних клієнтів. З метою зацікавлення таких клієнтів їм пропонується взяти кредит під нижчу, ніж звичайна, ставку. Ця знижена ставка розраховується як сума граничних витрат банку на залучення фінансових коштів, що і визначається на рівні LIBOR та відсоткової надбавки банку. Така

ставка вважається плаваючою, так як вона може змінюватись щоденно відповідно до змін відсоткових ставок грошового ринку.

На рис. 2.20 зображено порівняльний аналіз динаміки ставки LIBOR та облікової ставки НБУ за період з 2000 року по 2009 р.р. [90].

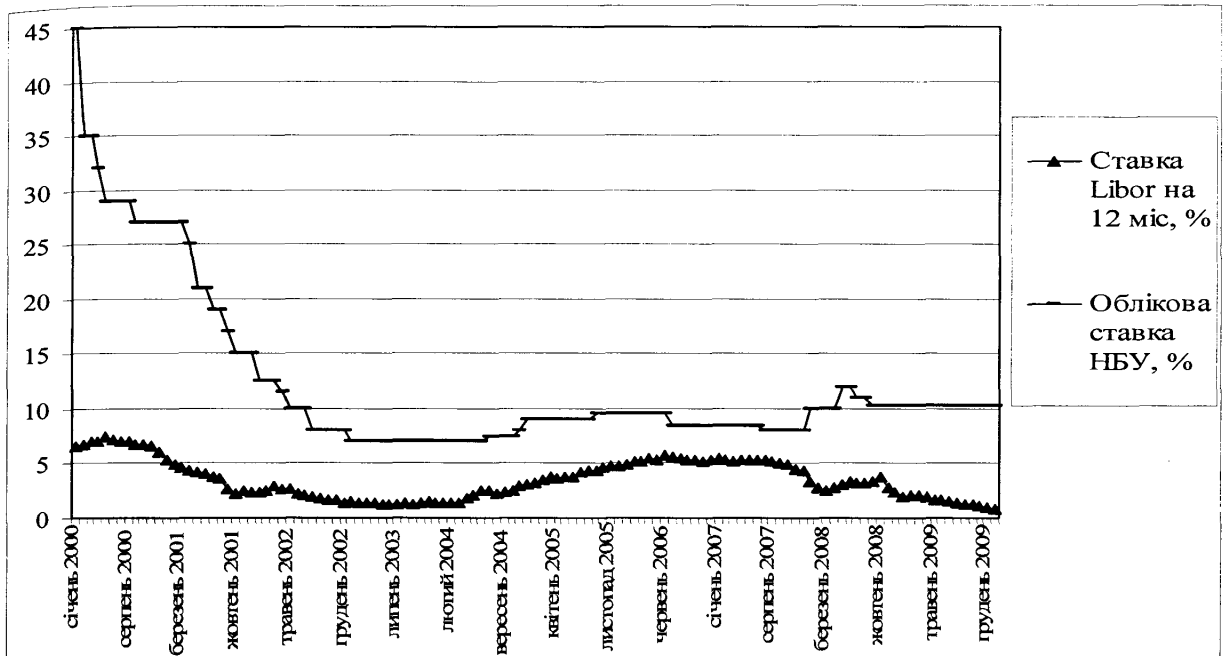


Рис. 2.20. Динаміка відсоткових ставок за кредитами LIBOR і НБУ за період з 2000 по 2009 р.р.

На графіку бачимо, що коливання облікової ставки дещо повторюють зміну ставки LIBOR, але амплітуда коливань є набагато ширшою, при чому загалом облікова ставка НБУ є вищою за ставку LIBOR. Звідси можемо зробити висновок, що для ДАТ «Чорноморнафтогаз» є вигідним одержаний у Греції від Чорноморського банку торгівлі та розвитку кредит, оскільки його вартість є для підприємства нижчою, аніж була б вартість подібного українського кредиту.

Отже, в результаті проведеного дослідження фондового ринку України було встановлено, що випущені акції НАК «Нафтогаз України» та ДАТ «Чорноморнафтогаз» є зареєстровані ДКЦПФР, їм присвоєно міжнародний ідентифікаційний номер, але участі у обігу цінних паперів ці акції не беруть. Акції НАК «Нафтогаз України» і ДАТ «Чорноморнафтогаз» не зареєстровані

ні на одній фондовій біржі, не знаходяться у відкритому обігу, а тому ринкової оцінки вартості їх акцій не мають.

Акції ВАТ «Укрнафта» пройшли процедуру лістингу на фондовій біржі «ПФТС» і станом на кінець 2009 року включені до її котирувального листа I рівня лістингу поряд з іншими 15 емітентами. Крім того, акції ВАТ «Укрнафта» 24.10.2008 р. були включені до котирувального листа II рівня ЗАТ «Придніпровська фондова біржа» на 1 рік. Але 03 квітня 2009 року ці акції були виключені з котирувального листа цієї біржі в зв'язку з невідповідністю умовам щодо обсягу торгів та кількості укладених контрактів з даними цінними паперами на цій біржі.

На сьогоднішній день ВАТ «Укрнафта» є найбільшою нафтовидобувною компанією в Україні і найбільшим виробником скрапленого газу. Крім того, компанія має власну мережу автозаправних станцій на території 24 областей країни. Компанія проводить видобуток вуглеводнів на 98 родовищах, що знаходяться на території, в основному, двох нафтогазоносних регіонів західної і східної України. Це території Львівської, Івано - Франківської, Чернівецької, Сумської, Чернігівської, Полтавської, Харківської та Дніпропетровської областей. Доведені запаси нафти на родовищах корисних копалин компанії складають більше 40 млн. т., а природного газу – 41 млрд. кубометрів

Основні види діяльності, якими займається компанія [125]:

11.10.1 Видобування нафти

11.10.2 Видобування природного газу

74.20.3 Знімальні геодезичні та гідрографічні роботи

До складу ВАТ «Укрнафта» входить 23 структурні одиниці без статусу юридичної особи.

Оскільки запаси нафти в Україні поступово зменшуються за ускладнення умов їх видобутку, ВАТ «Укрнафта» одним із стратегічних напрямків діяльності обрала розвиток міжнародної діяльності. Так, спеціалісти підприємства брали участь у спорудженні свердловин у таких

країнах, як Російська Федерація, Алжир, Куба, Іран, Пакистан, Індія, Сирія, Лівія і В'єтнам [99, с.99].

ВАТ «Укрнафта» вважається привабливим об'єктом інвестування. Діяльність компанії генерує позитивний грошовий потік. Частка її видобутку становить 72 % всього видобутку та переробки нафти в Україні.

Компанія видобуває 4,2 млн т нафти і 3,35 млрд кубометрів газу в рік, а також володіє найбільшою мережею в країні АЗС (на початку 2009 року – 563 заправки), завдяки чому питома вага ВАТ «Укрнафти» в роздрібній торгівлі палива складає 11%.

Навіть в умовах кризи в листопаді 2008 року акції ВАТ «Укрнафти» очолили рейтинг лідерів за обсягами торгів цінними паперами на фондовій біржі «ПФТС» першого рівня лістингу, випередивши акції інших привабливих емітентів. У грудні 2008 року ситуація не змінилась.

Акції компанії відносяться до найліквідніших цінних паперів на фондовому ринку, що характеризуються порівняно низькою волатильністю відносно індексу ПФТС. За даними аналітиків фондового ринку сьогодні акції цієї компанії торгуються з невеликим дисконтом (15-20 %) по відношенню до російських аналогів, та більшим – 70-89 % - по відношенню до світових аналогів. Інвестори очікують, що нафтовидобувна галузь, до якої належить ВАТ «Укрнафта», при стабілізації економічної ситуації в країні швидко відновиться, що призведе до росту ринкової вартості акцій нафтогазових компаній.

Завдяки популярності акцій ВАТ «Укрнафта» серед торговців та інвесторів, вони відносяться до «блакитних фішок» фондового ринку України. Всього станом на 31.12.2009р. до «блакитних фішок» включено 24 цінних папери 18 українських емітентів. Завдяки цьому, акції ВАТ «Укрнафта» увійшли до інтегрального індексу фондового ринку. Цей індекс розраховується ДКЦПФР відповідно до Методики розрахунку інтегрального індексу фондового ринку, затвердженого рішенням Комісії від 20.12.2000 р. №237. Метою розрахунку є визначення макроекономічної ситуації тенденцій

розвитку фондового ринку України. Для розрахунку цього інтегрального індексу використовується інформація про виконані торговцями угоди з купівлі – продажу з акціями.

Акціями ВАТ «Укрнафта» активно торгують на вітчизняному фондовому ринку (рис. 2.21) [1].

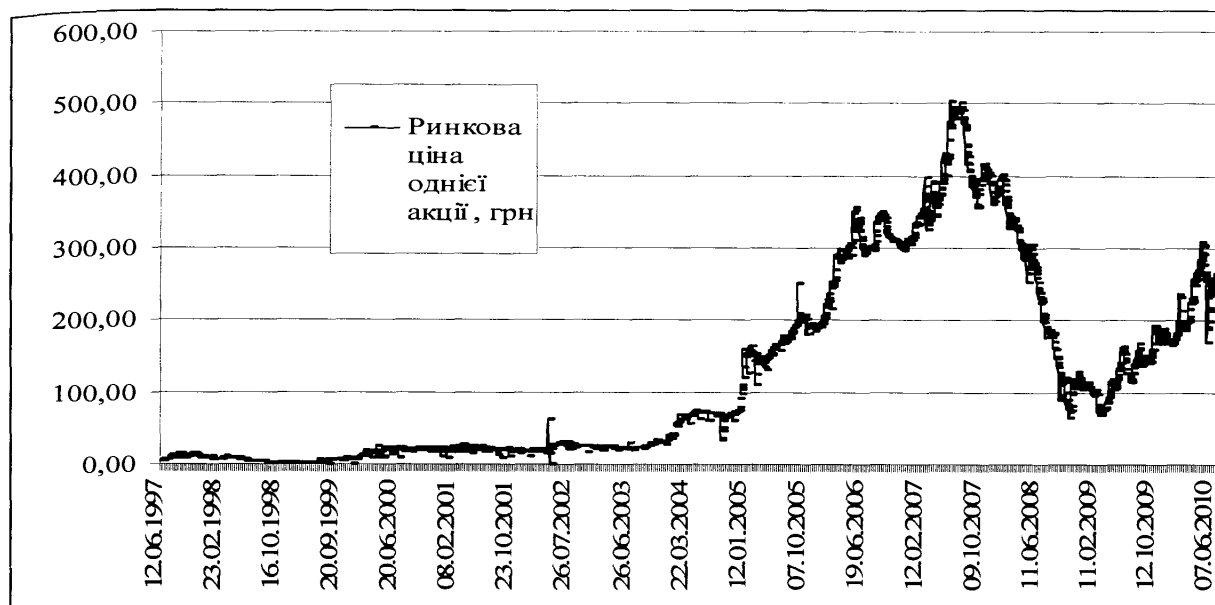


Рис. 2.21. Динаміка ринкової вартості простих акцій ВАТ «Укрнафта» у 1997-2010 р.р.

Динаміка ринкової вартості акцій цієї компанії відображає тенденції самого ринку.

Ринкова ціна акцій складається в операціях купівлі-продажу цих акцій. Про об'єктивність та не випадковість наведеної ринкової вартості свідчить обсяг (вартість) операцій купівлі-продажу акцій за день (рис.2.22). Чим більше операцій здійснюється з акціями, тим надійнішою є оцінка їх ринкової вартості.

Таким чином, можемо стверджувати, що акціями компанії торгують активно, при чому загальна вартість акцій, що змінюють свого власника за один день буває досить суттєва. Тому, можна зробити висновок, що ринкова оцінка акцій ВАТ «Укрнафта» є об'єктивна, а тому може використовуватись в розрахунках.

Серед акціонерів компанії є як юридичні, так і фізичні особи. Зокрема, всього акціонерами є 110 юридичних осіб, які володіють 98,309 % усіх акцій, що знаходяться в обігу, і 15 718 фізичних, яким належить тільки 1,691% статутного капіталу компанії.

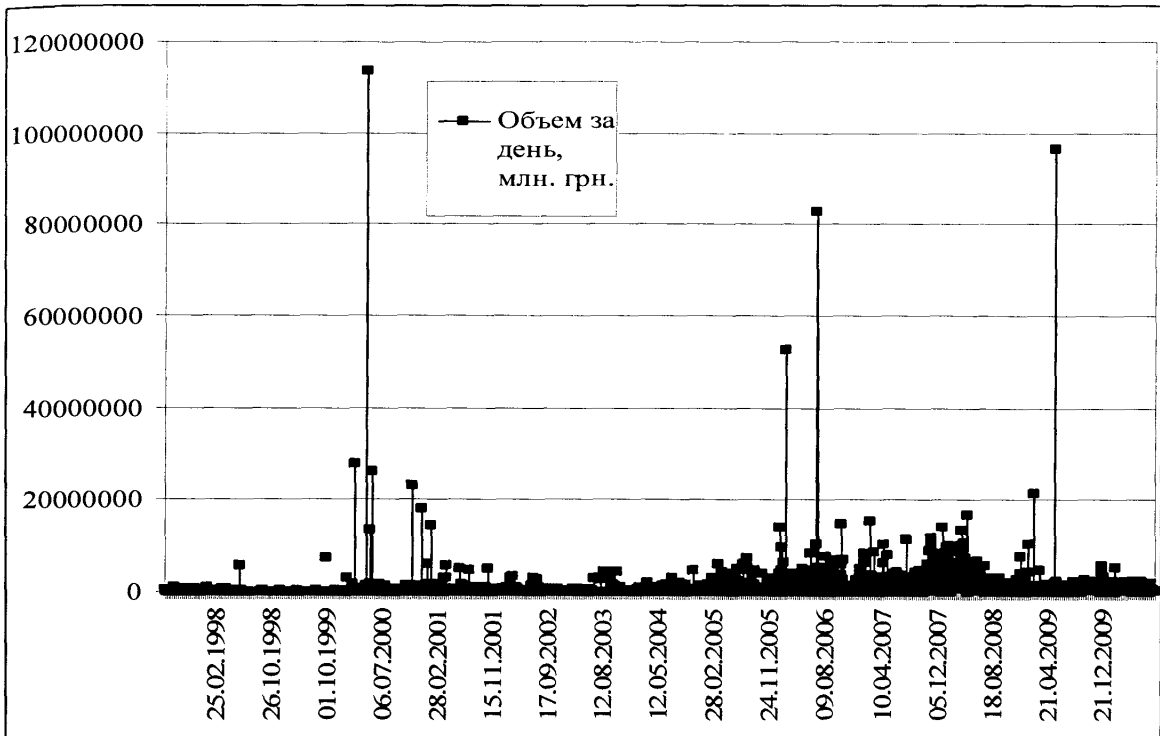


Рис. 2.22. Вартість операцій з акціями ВАТ «Укрнафта», здійснених впродовж дня у 1997-2010 р.р.

Контрольним пакетом акцій компанії володіє НАК «Нафтогаз України», якій належить 50 % плюс одна акція, що становить 27 114 256 акцій. Ще 47,3104 % акцій зберігається в депозитарії – ПрАТ «Всеукраїнський депозитарій цінних паперів». За даними зберігача цінних паперів, станом на 31. 12. 2010 р. серед найкрупніших акціонерів компанії є 3 юридичні особи-нерезиденти, частка володіння яких однакова. Це БОРДО МЕНЕДЖМЕНТ ЛІМІТЕД (BORDO MANAGEMENT LIMITED), ЛІТТОП ЕНТЕРПРАЙЗЕС ЛІМІТЕД (LITTOP ENTERPRISES LIMITED) і РІДЖМОНТ ВЕНЧЕРЗ ЛІМІТЕД (BRIDGEMONT VENTURES LIMITED), кожній з яких належить частка в 13,3484 %, тобто 7 238 613 акцій. Всі ці три компанії зареєстровані на Кіпрі.

Компанія першою серед українських підприємств вийшла на міжнародний фондовий ринок, виконавши у 1999 році програму Американських депозитарних розписок (ADR) першого рівня (депозитарій The Bank of New York). Американські депозитарні розписки включені до лістингу Берлінської та Франкфуртської фондових бірж, користуються попитом на Американському фондовому ринку. Співвідношення випуску: до 1 ADR входять 6 простих акцій ВАТ «Укрнафта».

Програма глобальних депозитарних розписок здійснюється з метою підвищення ліквідності цінних паперів та розширення кількості акціонерів. Ця програма забезпечує також сприятливі умови для залучення коштів на фінансовому ринку шляхом збільшення популярності серед світових інвесторів. Депозитарні розписки покликані полегшити іноземним інвесторам доступ до придбання акцій українських компаній, що дає можливість проводити операцій з деномінованими у доларах США цінними паперами. Через цю програму українські компанії отримують можливість вийти на світові фінансові ринки без проходження процедури лістингу на певній біржі. Так, станом на початок червня 2009 року всього в світовому обігу перебувало майже 3 100 випусків депозитарних розписок від приблизно 2 000 емітентів, в тому числі українськими підприємствами емітовано 62 випуски [168].

В практиці існують дві програми: американських (ADR) і німецьких (GDR) депозитарних розписок на вже емітовані підприємствами акції, що обертаються на українському фондовому ринку. Процедура наступна: акції вітчизняного емітента депонуються в українському віділенні якогось американського чи німецького банку, що таким чином стає ніби їхнім номінальним власником. Після цього цей банк на ці депоновані акції випускає депозитарні розписки, якими в подальшому і здійснюється торгівля. Така депозитарна розписка підтверджує наявність у банку акцій українського емітента та гарантує інвестору отримання ним дивідендів.

Динаміка ринкової вартості ADR ВАТ «Укрнафта» за даними агентства Bloomberg на основі матеріалів Інтерфакс-Україна наведена на рис.2.23.

Отже, середня ринкова ціна 1 ADR у 2009 році склала 75,2 євро.

Українськими акціонерними товариствами дивіденди виплачуються неохоче. Не виняток і ВАТ «Укрнафта». За аналізований період дивіденди виплачувались всього кілька разів, що не дозволяє визначити тенденції виплат чи зробити достовірний прогноз очікування дивідендів у майбутньому.

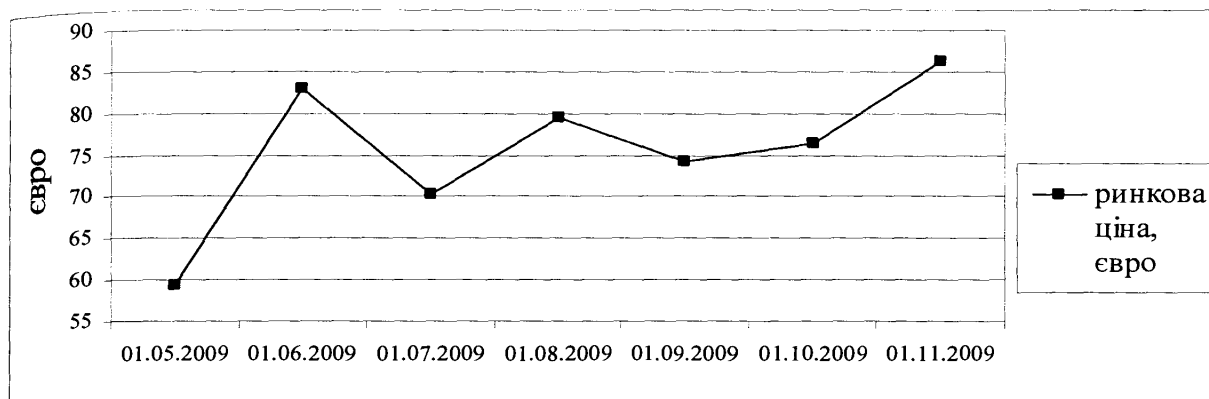


Рис. 2.23. Динаміка ринкової вартості ADR ВАТ «Укрнафта» у 2009 році

Загалом в Україні за даним ДКЦПФР [56] у 2008 році сума дивідендів, що була нарахована українськими підприємствами склала 15,34 млрд. грн., з яких 778 акціонерними товариствами було виплачено дивідендів на суму 9,92 млрд. грн., що на 6,03 млрд. грн. більше, ніж у попередньому році.

У видобувній галузі всього виплачено дивідендів на суму 200,64 млн. грн., що склало тільки 2,02% від загальної суми дивідендів, що була нарахована в Україні у цьому році. У 2007 році аналогічна частка складала 5,86%. Загалом найбільші суми дивідендів в Україні у 2008 році були виплачені у переробній промисловості (81,21% загального обсягу по Україні) та у сфері транспорту та зв'язку (6,26%).

Акції ВАТ «Укрнафти», на відміну від дольових фінансових інструментів НАК «Нафтогаз України» та ДАТ «Чорноморнафтогаз», обертаються на фондовому ринку України, а значить мають ринкову вартість. Тому для оцінювання вартості власного капіталу ВАТ «Укрнафти» використаємо базову модель прибутку на акцію.

Усього ВАТ «Укрнафта» було проведено три емісії акцій. Перша була здійснена під час приватизації 25.05.1994 р. На той момент було випущено

2 582 310 простих іменних акцій, номінальною вартістю 5,25 грн. за акцію. Таким чином загальна вартість статутного капіталу на той момент становила 13 557 127,5 грн.

Майже через рік компанія провела дроблення акцій. Натомість старих акцій номіналом 5,25 грн. за акцію були випущені нові, номінальною вартістю 0,25 грн. за акцію. Загальна кількість акцій в обігу в результаті збільшилась до 54 228 510 шт. Оскільки під час цієї операції відбувся тільки обмін одних акцій на інші, вартість статутного капіталу не змінилась.

Останній випуск було зареєстровано в ДКЦПФР 06.04.1999 р. Як і за попередньої емісії, на цей раз відбувся тільки обмін одних акцій на інші. Акції нової емісії, на відміну від старих, уже були випущені і зареєстровані в документарній формі. Номінал і кількість акцій в обігу не змінилася. Таким чином, на сьогодні в обігу знаходяться прості іменні акції компанії в документарній формі. Привілейованих акцій компанією не випускалось.

Розрахунок вартості власного капіталу ВАТ «Укрнафти» наведено в таблиці 2.16.

Таблиця 2.16

Розрахунок вартості власного капіталу ВАТ «Укрнафта»¹

Показники	Прибуток на акцію, грн	Ринкова вартість акції, грн	Вартість власного капіталу, коеф.	в %
2001	17,98	19,10	0,9415	94,15
2002	8,22	25,67	0,3204	32,04
2003	16,41	39,00	0,4208	42,08
2004	24,84	119,91	0,2072	20,72
2005	34,49	202,00	0,1707	17,07
2006	44,49	316,35	0,1406	14,06
2007	22,83	398,00	0,0574	5,74
2008	26,52	113,00	0,2347	23,47
2009	6,98	168,61	0,0414	4,14

¹ Джерело: результати розрахунків автора на основі даних фінансової звітності компанії [125]

Найдорожчим власний капітал для ВАТ «Укрнафти» був у 2001 році. На кожен гривню ринкової вартості простих акцій компанії припадало 0,94 грн. заробленого прибутку на акцію. Найменша вартість спостерігалась у

2007 році, коли ринкова вартість акцій досягла свого максимуму, і в останньому 2009 році. Після підйому 2007 року, у зв'язку зі світовою фінансовою кризою, акції підприємства суттєво подешевшали, що вплинуло на вартість власних коштів підприємства.

Середньозважена вартість капіталу ВАТ «Укрнафта» розрахована в додатку С і зображена на рис. 2.24.

Для цього, насамперед, була визначена структура використовуваного ВАТ «Укрнафта» капіталу за ринковою вартістю кожного компонента. Оцінку ринкової вартості простих акцій було одержано шляхом множення кількості простих акцій, що знаходяться в обігу, на ринкову ціну цих акцій за даними фондової біржі «ПФТС». Ринкову вартість залученого капіталу оцінити неможливо, так як операції з купівлі-продажу таких запозичень на фінансовому ринку України не проводяться, а тому суми залучених коштів, за якими нараховуються відсотки, в розрахунках було враховано за сумою погашення.

Для ВАТ «Укрнафта» вартість власних коштів є дорожчою, аніж залучених коштів. Винятком є тільки 2007 рік, в якому, як уже зазначалось вище, вартість власного капіталу була найменшою.

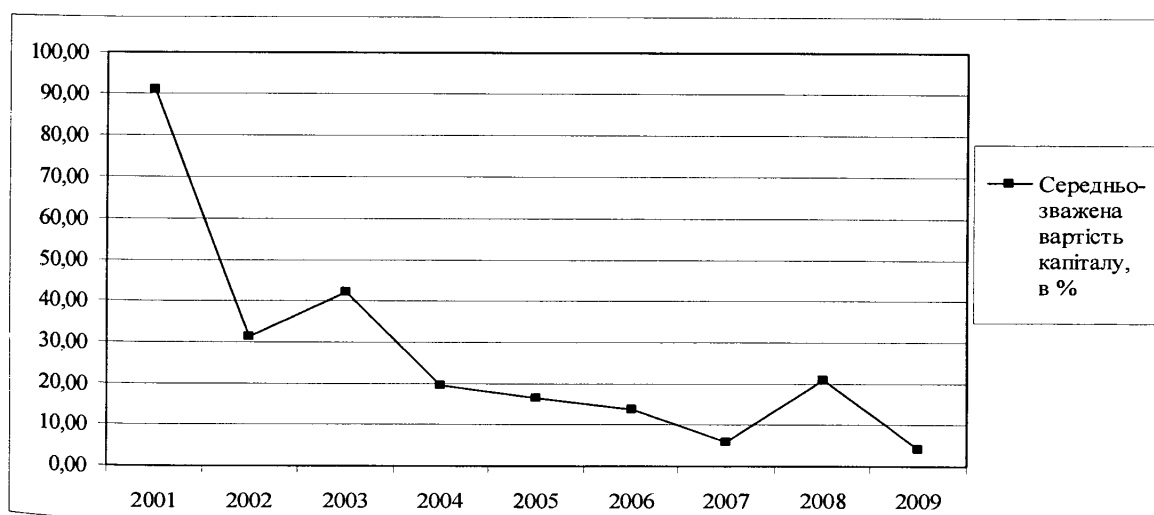


Рис. 2.24. Динаміка середньозваженої вартості капіталу ВАТ «Укрнафта»

Графічно зображено, що вартість капіталу ВАТ «Укрнафта» в основному зменшується, що зумовлено кредитною політикою підприємства. Фінансування діяльності підприємства здійснювалось, в основному, за

рахунок власних коштів. Суми залучених кредитних ресурсів є досить обмеженими і складають менше, ніж 1%. Ситуація змінилась тільки у 2008 році, коли підприємством було залученого вперше трохи більше 15% усього капіталу. На нашу думку, керівництву підприємства необхідно більше використовувати кредитних коштів у своїй діяльності, що дасть змогу зменшити вартість капіталу і одержати фінансування для поточних й інвестиційних потреб. У 2009 році підприємство повернулось до політики обмеження залучень, що призвело зразу до суттєвого зменшення середньозваженої вартості капіталу.

Узагальнену картину динаміки середньозваженої вартості капіталу основних підприємств нафтогазового комплексу відображає рис. 2.25.

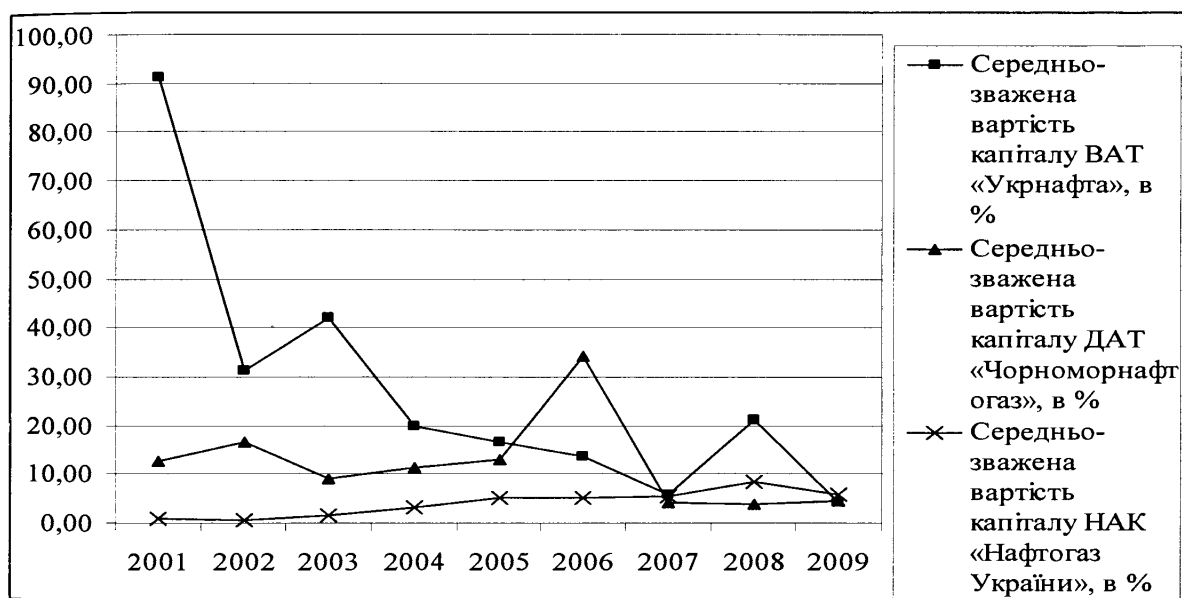


Рис. 2.25. Динаміка середньозваженої вартості капіталу основних підприємств нафтогазовидобувного комплексу

Отже, найменшу вартість впродовж усього аналізованого періоду має капітал НАК «Нафтогаз України». Але останньому році вартість капіталу НАК «Нафтогаз України» і його структурних підрозділів майже зрівнялась.

Розрахувавши відносну оцінку вартості власного капіталу нафтогазових підприємств, можемо оцінити її і у вартісній оцінці, як добуток величини інвестованого капіталу і відносної оцінки вартості капіталу (табл. 2.17) і рис. 2.26 - 2.29.

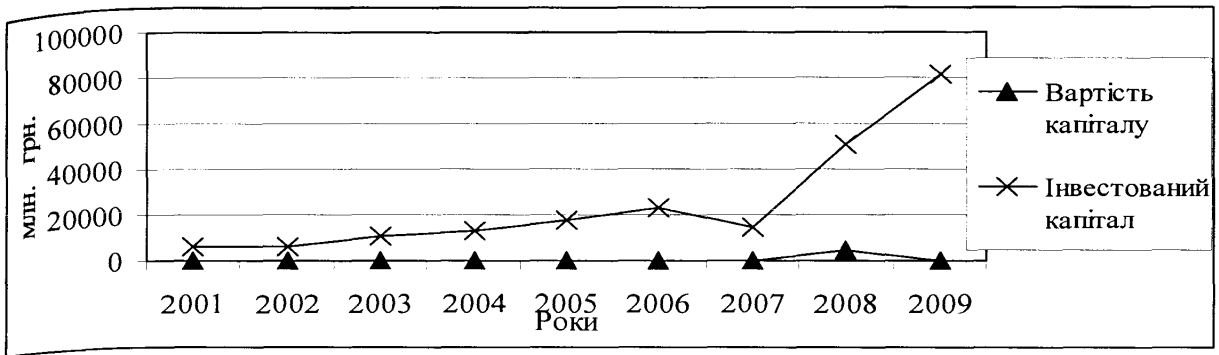


Рис. 2.26. Динаміка інвестованого капіталу і його вартості ПАТ НАК «Нафтогаз України»

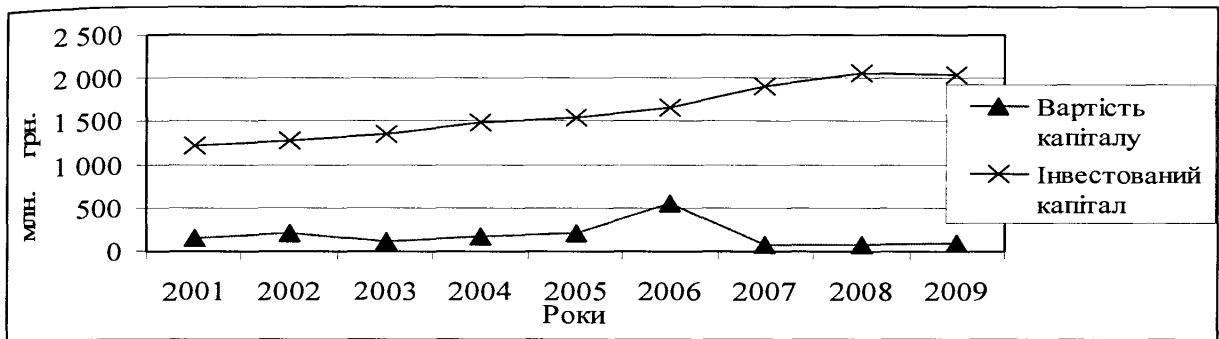


Рис. 2.27. Динаміка інвестованого капіталу і його вартості ДАТ «Чорноморнафтогаз»

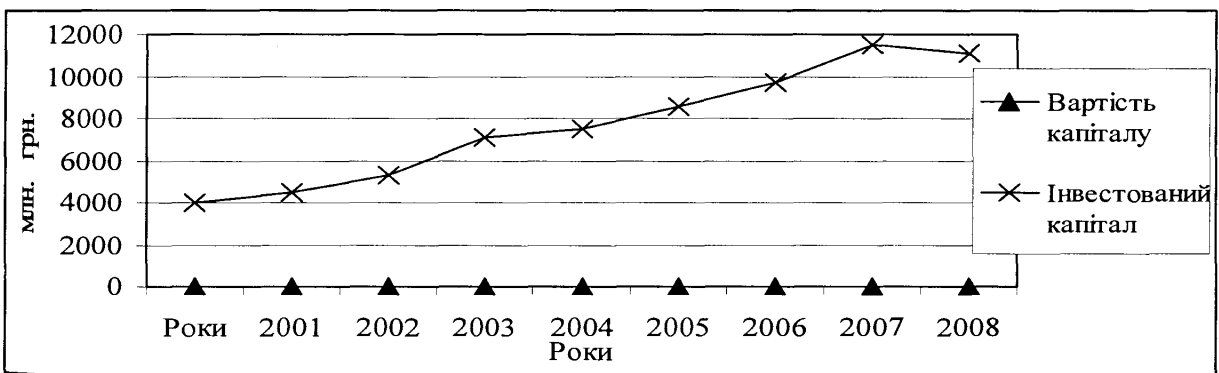


Рис. 2.28. Динаміка інвестованого капіталу і його вартості ВАТ «Укрнафта»

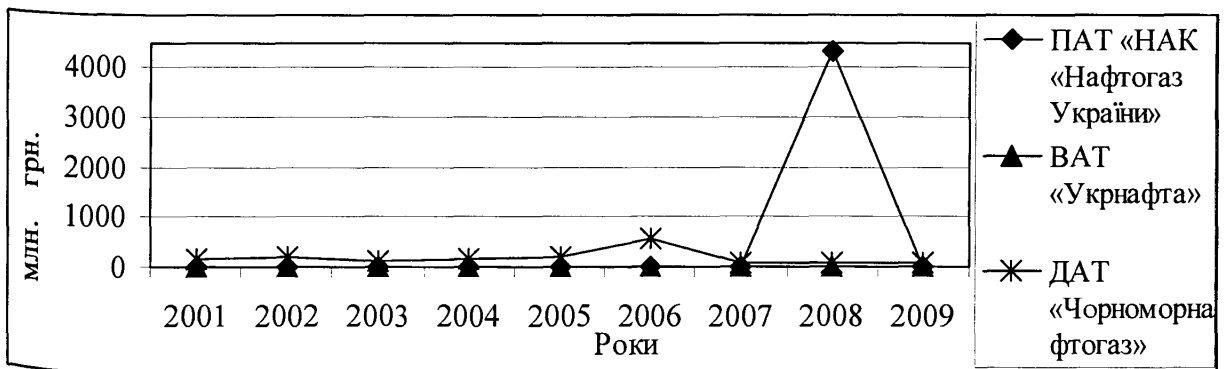


Рис. 2.29. Вартість інвестованого капіталу нафтогазових підприємств

Вартість (витрати на залучення) інвестованого капіталу основних нафтогазових підприємств України¹, тис. грн

Роки	ПАТ «НАК «Нафтогаз України»	ВАТ «Укрнафта»	ДАТ «Чорномор-нафтогаз»
2001	68 542	3 658 421	155 510
2002	47 897	1 417 126	214 617
2003	170 490	2 230 057	118 938
2004	426 085	1 398 673	169 038
2005	932 907	1 256 695	203 295
2006	1 216 097	1 180 528	562 355
2007	782 922	565 790	84 541
2008	4 331 623	2 428 034	72 834
2009	4 661 525	477 480	93 639

¹ Результати розрахунку автора.

Отже, проведений додатковий аналіз вартості інвестованого капіталу основних нафтогазових підприємств підтверджує виявлені тенденції, виявлені на основі дослідження динаміки вартості капіталу у відносній оцінці.

Якщо у перші роки аналізованого періоду найбільші витрати на залучення інвестованого капіталу мало ВАТ «Укрнафта», то в останні роки лідером за вартістю інвестованого капіталу, однозначно, є НАК «НАфтогаз України». Так, у 2009 році витрати на залучення інвестованого капіталу НАК «Нафтогаз України» склали 4,7 млн. грн. при 0,7 млн. грн. у 2001 році.

Висновки до розділу 2

Дослідження методичних основ розрахунку та оцінювання вартості інвестованого капіталу нафтогазових підприємствах дає можливість зробити наступні висновки:

1. Запропонований порядок розрахунку величини інвестованого капіталу на основі фінансової звітності, складеної відповідно до вітчизняних стандартів бухгалтерського обліку, так як саме за цими стандартами ведуть бухгалтерський облік та складають звітність більшість українських

підприємств, дає можливість одержати багато додаткової інформації для аналізу складу капіталу підприємства. Результати розрахунків можуть використовуватись як необхідні додаткові дані для подальшого оцінювання ефективності як усієї діяльності, так і окремих її видів та напрямків. Так, виділення частини інвестованого капіталу, що використовується в операційній діяльності, дасть змогу точніше провести аналіз ефективності операційної діяльності підприємства, оскільки саме вона повинна забезпечувати основні суми заробленого підприємством прибутку і грошових поступлень.

2. У зв'язку з цим, було запропоновано порядок розрахунку інвестованого капіталу в операційну діяльність. Зокрема, до складу операційного інвестованого капіталу віднесено чисті операційні оборотні активи (які дорівнюють різниці між оборотними операційними активами та безвідсотковими поточними зобов'язаннями), основні засоби за залишковою вартістю та інші чисті операційні активи. Останні, у свою чергу, розраховуються як різниця між операційними необоротними активами та безвідсотковими довгостроковими операційними зобов'язаннями.

3. До складу інвестованого капіталу в неопераційній діяльності увійшли всі інші статті, що не віднесені до складу операційного капіталу, оскільки використовуються в неопераційній діяльності. Це довготермінові фінансові інвестиції та дебіторська заборгованість, поточні дебіторська заборгованість за нарахованими доходами та одержаними векселями тощо.

4. В обігу будь-якого підприємства завжди є присутні як власні вкладені кошти, так і залучені від різних кредиторів. У такому випадку вартість капіталу визначається як середньозважена вартість окремих компонентів такого капіталу.

5. Аналіз стану фондового ринку України показав, що він ще знаходиться на етапі становлення та розвитку. Але, тим не менше, необхідною інформацією щодо ринкової вартості цінних паперів, що на ньому обертаються, він може забезпечити користувачів, так як операції купівлі - продажу на ньому відбуваються активно. До таких цінних паперів, що

активно обертаються на ринку, завжди мають свого покупця, і, завдяки своїй популярності, включені до числа «голубих фішок», відносяться акції ВАТ «Укрнафта». Тим самим, нами було отримане підтвердження, що ринкова оцінка цих акцій є адекватною, а тому може використовуватись в розрахунках. Акції інших аналізованих підприємств: НАК «Нафтогаз України» і ДАТ «Чорноморнафтогаз» були емітовані, але у обігу ні на фондовій біржі, ні на організованих позабіржових ринках участі не беруть, тому ринкової оцінки вони не мають.

6. В світовій практиці існує велика кількість методів розрахунку вартості окремих компонентів капіталу підприємства. Найбільшою складністю у розрахунках є визначення вартості власного капіталу, так як більшість зарубіжних методик не можна практично застосовувати в Україні через недостатню розвинутість фондового ринку. У зв'язку з цим запропоновано і обґрунтовано для визначення вартості власного капіталу українських підприємств застосування моделі прибутку на акцію, за якою вартість власного капіталу визначається відношенням прибутку на акцію до ринкової вартості простої акції.

Для акціонерних підприємств, акції яких не обертаються на фондовому ринку і, відповідно, не мають ринкової вартості, може бути застосована ця модель в модифікованому вигляді і вартість власного капіталу такого підприємства може бути розрахована відношенням прибутку на акцію до балансової вартості простої акції.

Основні результати розділу опубліковано в наукових працях автора [88], [92], [93], [133], [135].

РОЗДІЛ 3

НАУКОВО – ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ ОЦІНЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ВИКОРИСТАННЯ ІНВЕСТИВАННОГО КАПІТАЛУ НАФТОГАЗОВИМИ ПІДПРИЄМСТВАМИ УКРАЇНИ

3.1 Розрахунок скоригованого економічного прибутку

Для оцінювання ефективності діяльності підприємства ключове значення має прибуток, на основі якого робиться розрахунок. Тому від якості цього прибутку значною мірою залежить достовірність оцінки ефективності.

Як і для капіталу, існує широка поліморфність визначення і застосування категорії «прибуток» як для управлінських рішень, так і для аналітичних оцінок.

На перший погляд, прибуток – це перевищення загальної сумарної величини всіх одержаних доходів над понесеними витратами [130, с.18]. І, таким чином, проявляються наступні основні ознаки прибутку:

- залишковий характер (прибутком є те, що залишається після віднімання від доходів витрат);
- сумарність (для визначення прибутку порівнюють сумарні величини доходів та витрат);
- різниця (розрахунок полягає у визначенні простої арифметичної різниці між доходами та витратами).

Але насправді економічна суть категорії «прибуток» є значно глибша.

З точки зору авторів [7, с.214], прибуток – це чистий дохід підприємства за певний період господарської діяльності за вирахуванням обов'язкових витрат, виплат акціонерам та всіх резервних відрахувань на покриття комерційного і промислового ризику. Але з таким визначенням не можна погодитись.

При розрахунку фінансового результату господарської діяльності підприємства не можна враховувати тільки обов'язкові витрати. В розрахунку потрібно враховувати всі понесені за період витрати, як обов'язкові, так і

необов'язкові, які мали місце у звітному періоді. Адже ніколи не можна однозначно стверджувати, які саме витрати є обов'язковими для підприємства, а які – ні. У ринкових умовах підприємство не може собі дозволити здійснювати зайві невиправдані витрати, оскільки наслідки можуть бути критичними. Тому, оскільки керівництво підприємства погоджується на певні витрати, значить вони є, на їх думку, як мінімум обґрунтованими і необхідними.

Далі автори зазначають, що виплати акціонерам та відрахування до резервних фондів повинні зменшувати фінансовий результат господарської діяльності. Ми ж вважаємо, що як розподіл серед акціонерів, так і питання формування резервних фондів на покриття комерційного і промислового ризиків – це питання вже розподілу заробленого прибутку, а тому на величину заробленого прибутку, як величини результативності діяльності, впливати не повинні.

Тому ми підтримуємо таке визначення, що «прибуток – це частина доходу, що залишається на підприємстві після відшкодування усіх витрат, пов'язаних з виробництвом, реалізацією продукції (робіт, послуг) та іншими видами діяльності» [155, с.191], [42, с.224].

Отже, на розрахунок величини прибутку впливають два основні чинники: доходи та витрати. Саме в складі доходів та витрат криються основні відмінності у підході до визначення прибутку економістами та бухгалтерами, а також причини можливих викривлень, про які згадувалось у першому розділі.

Відповідно до бухгалтерських правил, зазначених у національних положеннях (стандартах) та міжнародних стандартах бухгалтерського обліку, як доходи, так і витрати враховуються за принципом нарахувань, що передбачає, що всі господарські операції повинні відображатися в обліку в тому звітному періоді, коли відбулись, а не тоді, коли одержані чи сплачені кошти [106], [82]. Таким чином є можливість дотримуватись іншого важливого бухгалтерського правила – відповідності доходів і витрат: доходи

мають відображатись у тому звітному періоді, коли зароблені, а витрати, пов'язані з одержанням цих доходів, у тому ж звітному періоді, коли відображені самі доходи. Отже, адекватно зіставляючи доходи з витратами, одержували б реальний фінансовий результат здійснення господарських операцій. Але маніпулювання можливі і з визнанням, і з оцінкою як доходів, так і витрат.

Не можна погодитись з визначенням, що «прибуток – 1) дохід від будь-якого виду діяльності» [163, с. 414]. Відомо, що дохід – це приріст економічних вигод підприємства, що відбувається в результаті збільшення активів (дебіторської заборгованості покупців; грошових коштів, одержаних як виручка; заборгованості за векселем замовника) чи зменшення зобов'язань (зобов'язань за раніше одержаним авансом; інших видів заборгованостей, що погашаються цією операцією реалізації), в результаті чого збільшується власний капітал підприємства (за винятком збільшення власного капіталу, зумовленого додатковими внесками учасників). Відповідно витрати – це зменшення економічних вигод підприємства, що відбувається в результаті вибуття активів або ж збільшення зобов'язань підприємства за звітний період, у результаті чого зменшується власний капітал підприємства (за винятком зменшення, зумовленого його вилученням чи розподілом серед учасників) [113]. За МСФЗ 18 «Дохід» [83] доходом підприємства є валові поступлення економічних вигід, одержаних підприємством від звичайних видів діяльності у випадку, якщо ці поступлення збільшують власний капітал підприємства.

Дані офіційні визначення мають низку недоліків. Насамперед, вони не враховують обмеженість свого трактування. Наприклад, якщо за звітний період було обґрунтовано проведено першу дооцінку необоротного активу, то відповідно до вимог бухгалтерських стандартів [115], така дооцінка повинна збільшити власний капітал підприємства. Оскільки такий приріст власного капіталу не згадується у єдиному винятку, передбаченому у визначенні доходу, то така дооцінка має вважатись доходом. Але насправді доходу в цій операції немає. Можна тільки припустити і висунути гіпотезу, що якщо не

буде подальших уцінок цього об'єкта необоротних активів, то в майбутньому вартість такої дооцінки збільшить прибуток підприємства (на вибір підприємства: або періодично кожного з наступних років, або ж останнього року використання цього активу). Але і в цьому випадку дооцінка буде враховуватись не як збільшення доходу у звіті про фінансові результати, а збільшить нерозподілений прибуток у звіті про зміни у власному капіталі і не може бути розподілена на дивіденди. У будь-якому випадку, доходу в цій ситуації немає, а визначення доходу такого виключення не передбачає.

Другий приклад невідповідності визначення можна навести з різницею між фактичною вартістю викуплених власних акцій та вартістю їх перепродажі. Відповідно до міжнародної практики та вимог національного ПСБО 13 [108], така різниця має списуватись або за рахунок зменшення емісійного доходу підприємства, що відображається в балансі в статті «Додатково вкладений капітал», або (за її відсутності) - за рахунок зменшення нерозподіленого прибутку. У будь-якому випадку величина власного капіталу зменшиться, а у винятку до визначення витрат така ситуація не передбачена, а отже, повинна трактуватись як витрати. Але це не витрати.

І це не всі випадки такої невідповідності. Тільки Голов С.Ф. і Костюченко В.М. [25, с.66-67] звертають увагу про цю проблему, але практичного виходу не пропонують. Автори тільки зазначають, що певні статті, які не задовольняють визначення, як правило, виключаються з прибутку чи збитку звітного періоду та відображаються у звіті про зміни у власному капіталі. З цим важко погодитись. Якщо такі статті не беруть участі у розрахунку прибутку (збитку) звітного періоду у звіті про фінансові результати, то їх і не потрібно називати доходами чи витратами. Вважаємо, що оскільки доходи, так як і витрати, є важливими елементами фінансових звітів, їх визначення необхідно удосконалити, щоб усунути невідповідності. Визначення елемента фінансової звітності не може мати вибіркового характеру або двозначне трактування.

З огляду на все наведене вище, пропонуємо сформулювати визначення доходів і витрат наступним чином [131].

Доходи – це приріст економічних вигод підприємства за звітний період, який відбувається в результаті збільшення активів чи зменшення зобов'язань, що призводить до збільшення власного капіталу підприємства (за винятком приросту власного капіталу, зумовленого додатковими внесками учасників, а також іншими операціями, що відображаються безпосередньо у звіті про власний капітал, а не у звіті про фінансові результати).

Витрати – це зменшення економічних вигод підприємства, що відбувається в результаті вибуття чи амортизації активів або ж збільшення зобов'язань підприємства за звітний період, у результаті чого зменшується власний капітал підприємства (за винятком зменшення, зумовленого його вилученням чи розподілом серед учасників, а також інших операцій, що відображаються безпосередньо у звіті про власний капітал, а не у звіті про фінансові результати).

Запропонованими визначеннями, на нашу думку, чітко розмежовується, що доходами чи витратами можуть бути тільки ті суми, які зароблені за звітний період. Якщо ж операція має відношення до інших часових періодів аніж звітний, то відповідні суми не вважаються доходами чи витратами. Всі інші операції, що впливають на величину власного капіталу, але не вважаються згідно з нашим визначенням доходами чи витратами, є тільки статтями власного капіталу чи операціями з власним капіталом. І останнє, у визначенні витрат підкреслено, що нарахована амортизація необоротних активів також є витратами. У попередньому варіанті визначення це не заперечувалось, але логічний зв'язок був трохи задовгий. Якщо тільки зменшення активів вважалось витратами, то нарахована амортизація на історичну вартість необоротного активу безпосередньо не впливає. Вона зменшує балансову, тобто розрахункову вартість такого активу. Тому таке уточнення, на нашу думку, є виправданим і дасть можливість уникнути

багатьох двозначностей та непорозумінь під час розрахунку прибутку звітного періоду.

Окрім названих, є ще низка чинників, які впливають на низьку інформативність «якості» бухгалтерського прибутку:

- фіскальність вітчизняного податкового законодавства, через що підприємства намагаються максимально знизити свій фінансовий результат, щоб мінімізувати базу оподаткування;

- націленість контролюючих органів на перевірку правильності обчислення, в основному, податкового фінансового результату;

- несприйняття українськими бухгалтерами розмежування податкових правил вирахування прибутку від потреб фінансової звітності;

- заплутаність, незрозумілість і двозначність податкового законодавства стимулює підвищену увагу до податкових правил обчислення фінансового результату, внаслідок чого ці податкові правила застосовуються і у фінансовому обліку;

- протиріччя між інтересами різних учасників діяльності підприємства (акціонерів, дирекції, правління, адміністративного персоналу, рядових робітників), що мають різні наслідки на формування та величину прибутку;

- не завжди вдається (внаслідок різних причин) забезпечити додержання принципу відповідності доходів та витрат, наприклад через невідстрочення визнання певних витрат, економічний ефект від яких підприємство відчуватиме впродовж тривалого часу.

Усі ці аспекти зменшують інформаційну цінність бухгалтерського прибутку, а інколи й унеможливають його практичне використання в управлінських цілях.

Тому, щоб хоч частково усунути недоліки бухгалтерського прибутку, останнім часом все більшої популярності у фінансовому аналізі та фінансовому менеджменті набувають такі аналітичні показники як ЕВІТ, ЕВІТДА, ОІВДА, які, хоч і ґрунтуються на бухгалтерських прибутках, але частково видозмінені для кращого задоволення управлінських потреб, де вони

можуть застосовуватись [136]. Ці показники використовуються як для оцінювання ефективності діяльності підприємства, так і розрахунку інших показників, таких як коефіцієнт покриття відсотків, коефіцієнт обслуговування боргу, операційний важіль, сила операційного важеля, точка безбитковості.

У вітчизняній практиці фінансового менеджменту названі показники ще не такі розповсюджені як у зарубіжній, оскільки почали використовуватись не так давно. А от у США, для прикладу, ці показники обов'язково публікують разом з фінансовою звітністю більшість підприємств.

Найбільше інформації про порядок врахування перерахованих вище показників можна знайти у іноземній літературі. Практично в кожній такій праці з фінансового менеджменту дані показники присутні. У вітчизняній практиці вони тільки з'являються, і цим пов'язана відсутність чітких методик з їх розрахунку.

Найпоширеніший у міжнародній практиці, особливо у США, показник - прибуток до вирахування відсотків за кредитами та податків (скорочення від англ. Earnings Before Interest and Taxes - EBIT).

Більшість авторів [165, с.186, с.577], [157, с.54], трактують цей показник як синонім операційного прибутку. На нашу думку, це не зовсім так.

Щоб визначитись з порядком розрахунку цього показника на основі даних вітчизняної фінансової звітності, розглянемо його економічний зміст.

Вже з самої назви показника бачимо, що він не повинен враховувати витрати по відсотках та податок на прибуток. І саме в цьому криється зміст цього показника, адже його призначення - дати оцінку ефективності діяльності підприємства без урахування впливу податкового середовища та способів фінансування. Величина фінансових витрат свідчить насамперед про ефективність фінансової політики, а не ефективність господарської діяльності. А величина податкових виплат свідчить про ефективність дій менеджерів з податкового планування і мінімізації податкових платежів. Мова йде про цілком легальні і законні способи податкової оптимізації.

Таким чином, відкинувши названі дві величини, одержимо максимальну суму, на яку можуть розраховувати кредитори підприємства (постачальники капіталу та бюджет). Позитивне значення ЕВІТ показує, яку максимальну величину фінансових витрат може дозволити собі підприємство, зменшивши таким чином і податкові витрати без ризику одержати збитки. Такий прибуток (ЕВІТ) характеризує прибутковість діяльності підприємства без урахування впливу податкової та фінансової політики.

На нашу думку, надзвичайна діяльність у розрахунках до уваги не береться, оскільки це є випадкові разові операції, на які керівництво підприємства впливу немає. Отже, фінансовий результат надзвичайних операцій теж не повинен впливати на оцінювану ефективність діяльності.

Дещо подібним до ЕВІТ є показник ЕВІТДА (від англ. Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization) – прибуток до вирахування витрат за відсотками, податків та амортизаційних відрахувань. Цей показник розраховується за сумою ЕВІТ і нарахованої амортизації матеріальних і нематеріальних необоротних активів.

Потрібно розрізняти амортизацію і знос необоротних активів. Якщо амортизація відображає частину вартості необоротного активу, перенесену на новостворену вартість у звітному періоді, з одного боку, то, з іншого боку, амортизація відображає вартість спрацювання необоротного активу тільки за звітний період. Знос необоротного активу – це сума накопичених амортизаційних відрахувань, нарахованих за весь час використання даного активу: від моменту введення в експлуатацію до даного звітного періоду. З іншого боку, знос має відображати реальний ступінь спрацьованості активу як суму часткової спрацьованості за всі попередні роки експлуатації.

Для розрахунку ЕВІТДА необхідно аналітично розрахувати суми нарахованої амортизації всіх матеріальних та нематеріальних активів, що були включені до витрат у звіті про фінансові результати. У звіті про фінансові результати, складеному за національними П(С)БО, окремо виділеної цієї величини немає, оскільки амортизація частково віднесена у

собівартість реалізації, частково в адміністративні витрати, витрати на збут, тощо. Звичайно, в розділі II цього звіту вказується сума амортизації як елемент операційних витрат. Але цією сумою можна скористатися тільки у тому випадку, якщо підприємство має однакові залишки незавершеного виробництва і готової продукції і на початок звітного періоду, і на кінець. Якщо це не так, а, наприклад, кінцеві залишки є більшими за початкові, то частина цієї амортизації залишиться у названих балансових залишках, а значить, не буде віднесена у витрати цього звітного періоду.

Цінність даного показника в тому, що він дає можливість оцінити спроможність підприємства нести витрати, пов'язані з фінансуванням капіталізованих витрат, а також сплачувати відсотки за наявними та новими запозиченнями. Крім того, звітність повинна допомагати користувачам прогнозувати спроможність підприємства генерувати грошові потоки, а амортизація не є грошовим потоком, тому, якщо оцінювати з цієї точки зору фінансовий результат, він буде явно заниженим в очах потенційних інвесторів, так як гроші за необоротні активи були сплачені давно і відтік за даними активами у майбутньому не очікується. Проте будь-який необоротний актив не може бути вічним, а тому рано чи пізно їх доведеться замінити, а отже буде відтік грошових коштів. Підприємство змушене витратити грошові кошти на заміну необоротних активів. Це основний недолік, що висувається противниками цього показника.

У світовій практиці аналізу використовуються ще два нових показники – OI (Operating Income) і OIBDA (Operating Income before Depreciation and Amortization). Зміст показника OI - операційного прибутку не відрізняється від трактування його українськими бухгалтерськими стандартами. У національному звіті про фінансові результати прибуток операційної діяльності наводиться в рядку 100, відповідно збиток - рядок 105.

У свою чергу, OIBDA – операційний прибуток до вирахування амортизації основних засобів та нематеріальних активів, можна розрахувати так:

Операційний фінансовий результат (рядки 100 чи 105)

+ амортизація матеріальних активів (Depreciation)
 + амортизація нематеріальних активів (Amortization)
 = OIBDA

Ще одним показником є операційний прибуток після оподаткування (Net Operating Profit Less Adjusted Tax – (NOPLAT), або Net Operating Profit After Tax (NOPAT). Для того, щоб одержати даний показник необхідно від прибутку від операційної діяльності, розрахованого у звіті про фінансові результати, відняти податки на прибуток. На жаль, практично в жодній праці, в якій розглядається даний показник не згадується, які саме податки потрібно відняти. Тільки Гусев А.А. [30] зробив спробу прояснити це питання, але без значних успіхів. На нашу думку, потрібно до уваги брати величину тільки податку на прибуток, щоб одержати «очищений» від податків операційний прибуток. Але, як цілком доречно зазначив А.А.Гусев, у сучасних умовах ми маємо дві різні величини прибутків – бухгалтерський і податковий, а отже і відповідні суми податку на прибуток теж рідко співпадають. На наше переконання, якщо NOPAT використовуватиметься для оцінювання ефективності діяльності, то під час його розрахунку потрібно враховувати саме бухгалтерський податок на прибуток, як такий, що відображає реальні витрати підприємства з цього податку. Таким чином розрахована величина NOPAT відобразатиме чистий фінансовий результат операційної діяльності.

Розглянуті показники розширюють інструментарій фінансового аналізу та виступають базою для розрахунку низки інших аналітичних показників, тому їх використання є виправданим. Деякі науковці намагаються їх використати і для оцінки ефективності діяльності підприємства. Ця думка має право на існування, але ми стверджуємо, що для цього є і кращий показник – економічний прибуток [132].

Економісти не погоджуються з трактуванням прибутку бухгалтерами, тому що останні в розрахунок прибутку відносять тільки явні витрати, які несе підприємство перед зовнішніми контрагентами, і, відповідно, зовсім не беруть до уваги неявні.

Явні витрати – це бухгалтерські витрати, їх ще іноді називають розрахунковими витратами. Це платежі за ресурси, які підприємство купує на відповідних ринках.

Здійснені підприємством витрати - це завжди певний вибір на користь конкретного напрямку використання цих витрат, а значить, відмова від усіх інших можливих альтернативних напрямків, адже всі економічні ресурси є обмеженими. Саме ці альтернативи не беруться до уваги бухгалтерами, але є дуже важливими для економістів. Звідси економічними витратами є та вартість чи цінність певного ресурсу, який був використаний для виробництва, і дорівнює його вартості за найкращого з можливих варіантів використання [78, с.45]. Цим же в економічних витратах враховуються альтернативні витрати – «вигода, що втрачається, коли вибір одного напрямку дій вимагає відмовитись від альтернативного рішення» [26, с.214]. Саме ці альтернативні витрати характеризують втрачені можливості, якими пожертвували.

Таким чином, усі витрати економістами розділяються на явні і неявні. Явні – це ті, які рано чи пізно підприємство повинно виплатити своїм зовнішнім постачальникам ресурсів. До неявних витрат відносяться витрати від використання власних ресурсів, якими володіє підприємство і використовує в своїй діяльності. В економічній літературі термін «неявні» витрати часто зустрічається під різними назвами. Це і альтернативні [26, с.69] [38, с.55], і неоплачувані [78, с.45], і приховані витрати [94, с.329], [158, с.428], і можливі [140, с.21]. Неявні або неоплачувані витрати – це вартість використовуваних у виробничому процесі ресурсів, які не купуються на ринку ресурсів, а якими підприємство володіє. Такими власними ресурсами самого підприємства, платежі за використання яких мають неявний характер, бо їх прямо не оплачують, можуть бути управлінські навички менеджера, капітальні блага тощо.

У зв'язку з такою класифікацією витрат економічна думка розрізняє наступні види прибутку:

- економічний прибуток;
- бухгалтерський прибуток;
- нормальний прибуток.

Економічний прибуток – це різниця між загальним доходом та загальними витратами підприємства, які, у свою чергу, складаються з явних і неявних витрат.

Бухгалтерський прибуток – це різниця між загальним доходом підприємства і явними (бухгалтерськими) витратами.

Усі неявні витрати розділяються на нормальний прибуток й інші неявні витрати.

Нормальний прибуток – це той мінімальний прибуток, який дає можливість підприємцю залишатись у своєму бізнесі. Нормальний прибуток є частиною неявних витрат і характеризує плату власнику за те, що використовує свої кошти у цій галузі. Величина нормального прибутку повинна бути достатньо великою, щоб підприємцю було вигідно залишатись у цій галузі, але достатньо низькою, щоб нові підприємства не захотіли увійти у цю галузь.

Підприємницький талант можна прирівняти до одного з чинників виробництва, а, звідси, його вартість теж має відноситись у витрати підприємства. Тому плата за використання підприємницького таланту підприємця, що полягає у забезпеченні ним організації виробництва та виконанні інших функцій, у вигляді нормального прибутку входить до складу неявних витрат.

З огляду на викладене вище, не можна погодитись з визначенням нормального прибутку, яке дається [105, с.83]. Автори вважають, що нормальний прибуток дорівнює різниці між бухгалтерським та економічним прибутком, тобто дорівнює неявним витратам. Цим вони заперечують саме визначення неявних витрат, оскільки до них вони відносять тільки нормальний прибуток.

Інші неявні витрати можуть враховувати внутрішню ренту на власну земельну ділянку, внутрішній позичковий відсоток на власні фінансові ресурси і внутрішню заробітну плату підприємця, від яких відмовляється підприємець, прийнявши рішення використати ці ресурси у власній діяльності, а не виставити їх на ринок з метою продажу. Логічно, що якщо б ці ресурси продавались ним на ринку, то підприємець вибрав би того «покупця», який би запропонував найкращу ціну. Тому під час розрахунку цих неявних витрат до уваги береться найкращий з можливих альтернативних варіантів використання.

В умовах чистої конкуренції підприємства не можуть довго одержувати економічний прибуток, оскільки виявивши привабливість галузі чи напрямку діяльності інші підприємства вступатимуть в неї, чим будуть зменшувати ціни в цій галузі та економічний прибуток. Як наслідок, економічний прибуток в цій галузі в результаті входження нових підприємств прямує до нуля. Якщо ж галузь збиткова, то виробники почнуть виходити з неї, в результаті чого пропозиція зменшуватиметься, що, у свою чергу, зумовить зростання цін, а значить ті виробники, що залишаться, зі збиткових знову стануть прибутковими. Як наслідок, у конкурентних умовах виробники в довготерміновій перспективі можуть одержати прибуток тільки на рівні нормального, оскільки міжгалузева конкуренція зводить економічний прибуток до нуля. Це явище має назву «парадоксу прибутку» [45, с.461]

Необхідно погодитись з К.Макконел і С.Брю [78, с.183], що основними джерелами економічного прибутку є:

- плата за прийняття ризику невизначеності майбутнього;
- плата за прийняття ризику невизначеності результату інновацій;
- плата за монопольне становище.

Суттєвим джерелом економічного прибутку може виступати монопольне становище підприємства на ринку. Саме таким монополістом в нафтогазовій сфері виступає компанія НАК «Нафтогаз України». Монополіст має можливість маніпулювати обсягами виробництва продукції, а отже

впливати на ціну своєї продукції. Монополіст, не дивлячись на втручання держави, все ж має можливість впливати певним чином на ринок з метою зменшення чи хоча б пом'якшення його негативного впливу на свою діяльність. Окрім того, дуже часто монополісти мають опосередкований вплив і на рішення, що приймаються урядом, спрямовані на протидію циклічним та структурним змінам економіки.

Отже, як бачимо, економічний прибуток є значно об'ємнішим та ширшим поняттям, ніж бухгалтерський прибуток.

Капітал підприємства є економічним ресурсом, але в розрахунку бухгалтерського прибутку його вартість враховується тільки щодо залученої частини. Саме цей недолік і можна виправити, скориставшись концепцією економічного прибутку. З цієї точки зору до економічних витрат будемо відносити не тільки бухгалтерські фінансові витрати, але всю альтернативну вартість капіталу, рівну вартості залученого і власного інвестованого капіталу. В цьому ми підтримуємо А. Глена: «Підприємство тільки тоді виробляє економічний прибуток, коли воно генерує рентабельність більшу, ніж вимагають постачальники фінансів, з врахуванням класу ризику інвестицій» [24, с.179]

У науковій літературі можна зустріти низку методик розрахунку даного показника.

Так А. Глен [24, с.179-181] виділяє два варіанти розрахунку величини економічного прибутку:

- майновий;
- «акціонерний».

За майновим варіантом розрахунку економічним прибутком вважається надлишок, що залишається на підприємстві після вирахування плати за капітал усім постачальникам капіталу як власного, так і позикового.

У свою чергу в майновому варіанті розрахунку теж можна виділити два методи розрахунку. А.Глен їх називає так:

- метод прибутку за мінусом вартості капіталу;

- метод «спреду дохідності».

В основі розрахунку величини економічного прибутку лежить прибуток діяльності після вирахування податку на прибуток, але до вирахування фінансових витрат по відсотках, про методику розрахунку якого йшла мова вище. Економічний прибуток розраховується як різниця між величиною такого прибутку та витратами на капітал (формула (3.1)) [24,с. 180]:

$$P_e = NOPAT - B_{\text{кап}} ; \quad (3.1)$$

де P_e – економічний прибуток,

$NOPAT$ - операційний прибуток після оподаткування,

$B_{\text{кап}}$ – вартість капіталу.

На нашу думку, в цьому розрахунку слід використовувати прибуток усієї діяльності, оскільки результат розрахунку - економічний прибуток, повинен відображати результат усієї діяльності підприємства за весь період, а не тільки операційної діяльності. Коригування, що при цьому використовуються, аналогічні наведеним в методиці розрахунку $NOPAT$.

Вартість капіталу відображає альтернативну вартість як власного капіталу, так і позикового капіталу, на яку претендують постачальники капіталу, і може бути розрахована наступним чином [24, с. 180]:

$$B_{\text{кап}} = WACC \times IK ; \quad (3.2)$$

де $WACC$ – середньозважена вартість усього інвестованого капіталу, яка розраховується як середньозважена величина вартостей усіх окремих складових капіталу з урахуванням ризикованості кожної з цих складових,

IK – інвестований капітал.

Спредом дохідності вважається різниця між фактичною рентабельністю інвестованого капіталу і необхідною ставкою рентабельності цього ж капіталу. Фактичну рентабельність ($ROCE$) можна розрахувати як відношення заробленого бухгалтерського прибутку на інвестований капітал. Необхідною (або очікуваною постачальниками капіталу) рентабельністю капіталу є середньозважена вартість капіталу ($WACC$). Помноживши розраховану таким

чином надлишкову ставку рентабельності на вартісну величину інвестованого капіталу, одержимо зароблений економічний прибуток [24, с.180]:

$$П_t = (ROCE - WACC) \cdot V_{\text{кап}} \quad ; \quad (3.3)$$

де *ROCE* – фактична рентабельність капіталу,

Спред дохідності може бути як додатною, так і від’ємною величиною. Позитивний спред свідчить, що фактична дохідність діяльності підприємства є вищою, аніж необхідна для постачальників капіталу, а це, у свою чергу, свідчить про високу ефективність діяльності підприємства. Підприємство одержує економічний прибуток, якщо зароблена фактична прибутковість інвестованого капіталу вища за мінімально необхідну бар’єрну ставку прибутковості, що вимагається постачальниками капіталу. Від’ємне значення спреду дохідності свідчить про недостатність заробленої дохідності, а значить і про недостатню ефективність діяльності.

Таким чином, за майновим підходом під час розрахунку величини економічного прибутку враховується весь інвестований капітал, як власний, так і позичений.

Альтернативним до майнового підходу розрахунку економічного прибутку є акціонерний підхід. Сама назва методу підкреслює, що таким чином розраховується не весь економічний прибуток, а тільки той економічний прибуток, що належить власникам підприємства (для акціонерного товариства – це акціонери). А раз так, то для розрахунку використовується зароблений бухгалтерський прибуток, що належить акціонерам (тобто вже чистий прибуток після вирахувань усіх виплат за борговими запозиченнями), а як інвестований капітал - тільки власний капітал підприємства.

У цьому випадку економічний прибуток можна розрахувати таким чином [24, с. 181]:

$$П_{e\ a} = ЧП - IBK \times k_t \quad ; \quad (3.4)$$

де $P_{e\ a}$ - економічний прибуток, що належить власникам простих акцій,

$ЧП$ – чистий прибуток,

IBK – інвестований власний капітал,

k_e – необхідна рентабельність власного капіталу.

або ж:

$$P_e = (ROE_a - k_e) \cdot IBK ; \quad (3.5)$$

де ROE_a – фактична рентабельність власного капіталу.

Таким чином, основною відмінністю між обома підходами – це різниця у визначення величини інвестованого капіталу, а вже потім коригування бухгалтерського прибутку, що є необхідним для розрахунку.

Для досягнення більшої точності величини економічного прибутку, відповідних коригувань, на нашу думку, вимагає ще і бухгалтерський прибуток.

Мета цих коригувань – одержати адекватну повну картину заробленого фінансового результату відкинувши вплив бухгалтерських принципів, оскільки метою аналізу є оцінка реальної ефективності діяльності підприємства.

Усі підприємства, нафтогазові в тому числі, сплачують низку різних податкових та загальнообов'язкових платежів. Це і ПДВ, і акцизний збір, і рентна плата, і платежі соціального страхування тощо. Так, наприклад, сумарно НАК «Нафтогаз України» є одним з основних наповнювачів бюджету [93]. Вираховуючи всі ці податкові платежі з прибутку, фінансовий результат діяльності підприємства суттєво занижується. Традиційно всі ці платежі вважаються витратами для підприємства. На нашу думку це не зовсім так. Ці платежі є частиною доходів, якою підприємство «ділиться» з державою. А значить, реально зароблений дохід підприємства є більшим, аніж той, що був врахований під час розрахунку бухгалтерського прибутку. Тому перше коригування полягає у збільшенні бухгалтерського прибутку на суму всіх податків, збрів та загальнообов'язкових платежів, що були нараховані у звітному періоді, а значить враховані під час обчислення чистого прибутку. Потрібно звернути увагу, це стосується навіть податку з доходів фізичних осіб

(ПДФО), що утримується із заробітної плати працюючих, і щодо якого підприємство виступає тільки податковим агентом.

Друге коригування пов'язане з витратами на сумнівні і безнадійні борги, які на нафтогазових підприємствах є дуже значними. Так у НАК «Нафтогаз України» відношення нарахованих цих витрат до первісної вартості дебіторської заборгованості за товари, роботи і послуги складає 71 % у 2007 році, майже 62 % - у 2004 році, тощо. У інших підприємств ситуація не краща. Більше того, у ДАТ «Чорноморнафтогаз»: у 2007 році – відношення склало 355 %, а у 2006 році – 195 %. У ВАТ «Укрнафта» дане співвідношення за даними фінансової звітності у 2006 році складало 141 %. Це максимальні значення, а в інші роки співвідношення менше (табл. 3.1).

Це свідчить про те, що підприємство створює резерв на всю сумнівну поточну дебіторську заборгованість. Це дебіторська заборгованість за товари, роботи і послуги (рядок 160 балансу), за виданими авансами (рядок 180 балансу), інша дебіторська заборгованість (рядок 210 балансу).

Наскільки виправданим є нарахування таких великих витрат за сумнівними боргами ми не аналізували, оскільки це не є предметом нашого дослідження, але, в результаті цього бухгалтерський прибуток суттєво змінений, так як мова йде про мільйонні суми. Тому для одержання оцінки реального заробленого підприємством прибутку суми нарахованих витрат на сумнівні і безнадійні борги потрібно додати. Якщо ж буде ситуація, що у звітному періоді підприємство списує зайво нарахований резерв (як, наприклад, у НАК «Нафтогаз Україн» у 2009 р.), що буває досить рідко, тоді суми такого сторнування будуть відніматись.

Для підприємств аналізованої галузі типовим є значні суми штрафів, пені і неустойок, тому з ними пов'язане третє коригування. Опосередковано ці суми пов'язані з ефективністю управління підприємством: чому керівництво допустило нарахування штрафів і як вчасно забезпечує їх одержання за порушення своїх прав (табл.3.2).

Таблиця 3.1

Відношення витрат на сумнівні і безнадійні борги до дебіторської заборгованості за товари, роботи і послуги¹

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
НАК «Нафтогаз України»									
витрати на сумнівні і безнадійні борги, млн. грн	1 706,1	2 053,0	2 010,8	2 476,1	1 290,2	1 243,1	1 273,8	12,8	-456
первісна вартість дебітор. заборг., млн. грн	3 481,8	3 365,5	3 656,0	4 020,0	4 399,2	2 759,9	1 781,5	1 812,4	2 355
відношення, коеф	0,49	0,61	0,55	0,6175	0,29	0,45	0,71	0,007	-0,194
ДАТ «Чорноморнафтогаз»									
витрати на сумнівні і безнадійні борги., млн. грн	22,7	37,1	62,7	33,5	39,3	57,5	70,5	9,3	15,6
первісна вартість дебітор. заборг., млн. грн	56,8	81,4	112,8	85,5	33,0	29,5	19,8	36,9	75,5
відношення, коеф	0,40	0,46	0,56	0,39	1,19	1,95	3,55	0,25	0,21
ВАТ «Укрнафта»									
витрати на сумнівні і безнадійні борги млн., грн	21,4	7,4	16,4	43,6	6,3	549,0	50,4	26,4	34,7
первісна вартість дебітор. заборг., млн. грн	854,2	739,1	777,9	1 090,8	482,3	389,6	367,1	1 017,1	1 417,8
відношення, коеф	0,025	0,01	0,02	0,04	0,01	1,41	0,14	0,03	0,024

¹ Джерело: фінансова звітність компаній [125-127]

Хоч вплив таких штрафних санкцій на ефективність діяльного підприємства і не надто великий, але все ж на ці суми потрібно відкоригувати бухгалтерський прибуток відповідно шляхом додавання витрат за

нарахованими санкціями та віднімання одержаних доходів за штрафними санкціями.

Таблиця 3.2

Нараховані штрафи, пені, неустойки¹, тис.грн.

Роки	Штрафи, пені, неустойки					
	НАК «Нафтогаз України»		ДАТ «Чорноморнафтогаз»		ВАТ «Укрнафта»	
	доходи	витрати	доходи	витрати	доходи	витрати
2001	0	15 640	340	1 008	880	4 230
2002	0	28 787	131	1 015	2 046	5 761
2003	1 780	32 600	429	1 423	251	11 250
2004	1 403,	1 195 950	807	1 848	1 330	8 765
2005	6 398	556 506	900	6 227	980	6 630
2006	2 228 632	2 857 374	2 276	3 737	6 896	794
2007	9 411	487 531	999	2 733	1 726	715
2008	23 620 094	9 610 792	3 164	6 674	1 685	2 236
2009	1 087	1 190 285	16 999	5 474	3 396	1 402

¹ Джерело: фінансова звітність компаній [125-127]

Принциповим є коригування бухгалтерського фінансового результату на суми непродуктивних витрат і втрат. Виділення даних сум в обов'язковому порядку відображається в типовій формі приміток до фінансової звітності. Оскільки сама назва цих витрат підкреслює їх непродуктивний характер, вони не повинні занижувати реальний фінансовий результат. Дані витрати є суттєвими у ВАТ «Укрнафта» і ДАТ «Чорноморнафтогаз» і практично відсутні у НАК «Нафтогаз України».

На додержання окремих бухгалтерських принципів, таких як обережність, відповідність доходів і витрат, підприємства зобов'язані створювати забезпечення наступних витрат і платежів. Нарховуються ці забезпечення шляхом збільшення бухгалтерських витрат. Оскільки таким чином дуже часто проводяться маніпуляції з величиною бухгалтерського прибутку, значить такий прибуток потрібно «очистити» від впливу цих забезпечень. Якщо у звітному періоді створювались забезпечення, значить відповідні суми потрібно додати до чистого бухгалтерського прибутку. Але аналіз показав, що на нафтогазовидобувних підприємствах створені суми

забезпечень є невеликими, вплив таких коригувань буде несуттєвим, тому вони враховані не були.

Більшість підприємств галузі є досить великими, і утримують значну кількість об'єктів соціальної сфери. Це і дитячі садки, і профілакторії, відомчі поліклініки, будинки відпочинку та санаторії і т. д. І хоч останнім часом більшість підприємств намагаються позбутись даних об'єктів чи шляхом продажу, чи безоплатної передачі на баланс місцевим органам влади, але, все ж, і сьогодні у цих підприємств досить значні витрати на утриманні таких об'єктів. Так ДАТ «Чорноморнафтогаз» щороку на утримання таких об'єктів витрачає мільйони гривень (винятком є тільки 2007-2008 р.р.). Керівництво ВАТ «Укрнафта» намагається забезпечити ефективне використання цих об'єктів, тому у їх звітності відображаються не тільки витрати, але і доходи від використання об'єктів соціальної сфери. А от у звітності НАК «Нафтогаз України» таких витрат взагалі немає. Утримуючи соціальні об'єкти керівництво переслідує соціальні цілі і може це собі дозволити тільки за достатності величини заробленого прибутку, тому, на нашу думку, на дані витрати теж потрібно відкоригувати бухгалтерський прибуток.

Наступним етапом коригувань уже відповідно до методики розрахунку економічного прибутку, є додавання фінансових витрат, що відображають вартість позикового капіталу. Необхідно, щоб ця вартість не була врахована двічі, коли бухгалтерський прибуток буде зменшено на вартість усього капіталу підприємства як власного, так і залученого.

Оскільки до моделі розрахунку економічного прибутку нами були внесені ряд коригувань, то одержаний в результаті розрахунків показник названо як скоригований економічний прибуток.

Розрахунок скоригованого бухгалтерського прибутку нафтогазових підприємств наведено в додатках Т, а скоригованого економічного прибутку в додатках У відповідно за кожною компанією.

На рис. 2.21 зображено порівняльну динаміку чистого бухгалтерського, скоригованого бухгалтерського та скоригованого економічного прибутків НАК «Нафтогаз України».

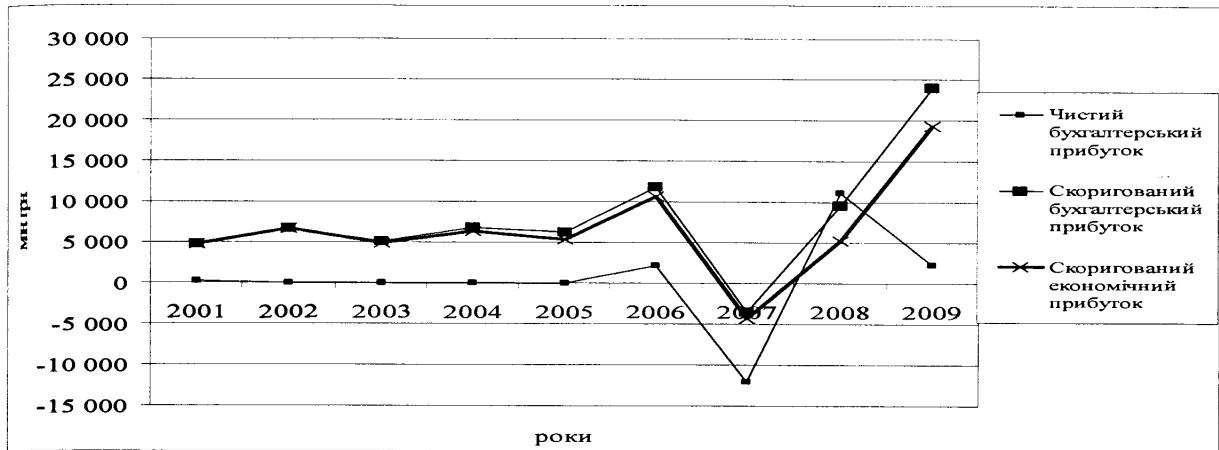


Рис. 3.1. Динаміка різних видів прибутку НАК «Нафтогаз України»

Як бачимо, на основі наведених результатів, практично в усі роки (окрім 2008 року) як скоригований бухгалтерський, так і скоригований економічний прибутки є значно вищими за звітний чистий бухгалтерський прибуток.

Так, якщо у 2006 році скоригований економічний прибуток переважав чистий бухгалтерський у 5 разів, у 2009 - у 8,5 разів, то у 2003 і 2004 р.р. перевищення відповідно становило 1 092,5 та 2 252,2 рази. Це дуже велика різниця. 2008 рік випав з цієї тенденції тому що це єдиний рік, коли НАК «Нафтогаз України» одержав величезні суми штрафних санкцій – понад 23,5 млрд. грн. Таким чином, у 2007 році реальний фінансовий результат, який репрезентується скоригованим економічним збитком, становить тільки 4,4 млрд. грн., а не 12 млрд. грн. як свідчать дані офіційної фінансової звітності.

Відхилення між скоригованими бухгалтерським і економічним прибутками напряму залежать від величини плати за капітал. Якщо у перші роки ця плата була незначною, так як і середньозважена вартість капіталу, і інвестований капітал були менші, то названого відхилення майже не було. У наступні ж роки плата за капітал зросла, що і призвело до збільшення розриву між бухгалтерським та економічним прибутками.

У ДАТ «Чорноморнафтогаз» спостерігається дещо інша динаміка (рис.3.2).

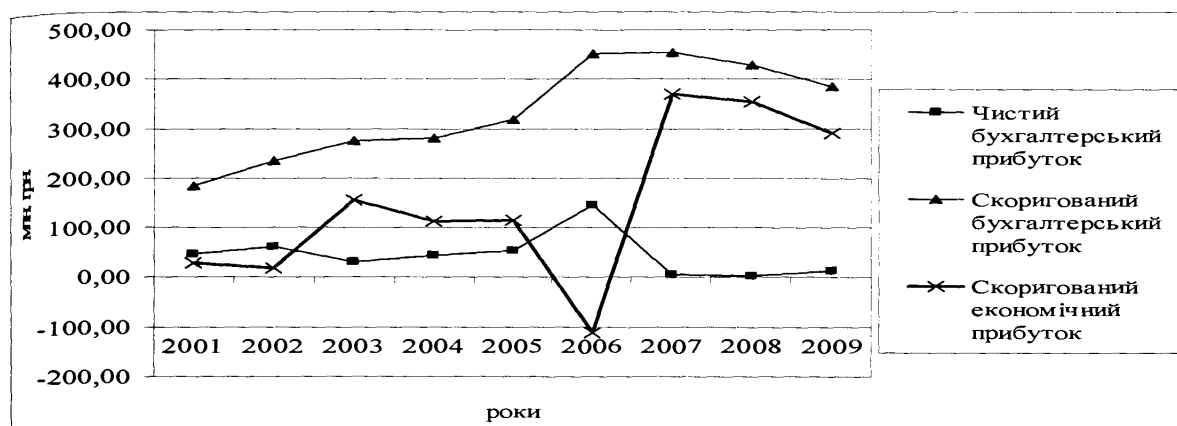


Рис 3.2. Динаміка різних видів прибутку ДАТ «Чорноморнафтогаз»

У ДАТ «Чорноморнафтогаз» однозначно найбільшим є скоригований бухгалтерський прибуток. У динаміці скоригованого економічного прибутку візуально чітко простежується обернена залежність від динаміки середньозваженої вартості капіталу, чого у НАК «Нафтогаз України» так чітко видно не було. Найменше значення скоригованого економічного прибутку припадає на 2006 рік - рік піку середньозваженої вартості капіталу.

Ефект від коригування бухгалтерського прибутку у ДАТ «Чорноморнафтогаз» значно менший, ніж у НАК «Нафтогаз України», тому, що тут вже й інші масштаби діяльності, й інші порядки сум податків, зборів та обов'язкових платежів тощо.

За весь аналізований період діяльність ДАТ «Чорноморнафтогаз» за даними фінансової звітності була прибутковою. Найбільший чистий бухгалтерський прибуток підприємством була одержано у 2006 році – в сумі 145,5 млн.грн. Але розрахований економічний прибуток відображає дещо іншу фінансову картину. Сума бухгалтерського прибутку в окремих роках є недостатньою для того, щоб покрити вартість капіталу. Так, у 2006 році, на відміну від бухгалтерського фінансового результату, економічний є набагато гірший. Так, у найкращому з точки зору бухгалтерського обліку 2006 році, економічний збиток становив майже 110,6 млн. грн. Якщо оцінювати ефективність роботи традиційно за бухгалтерським фінансовим результатом,

керівництво ДАТ «Чорноморнафтогаз» може бути спокійним, у підприємства цілком добре налагоджена робота. Але насправді це не так. Економічний збиток названого року зумовлений великою вартістю капіталу та недостатністю заробленого прибутку. Тому, як можна пересвідчитись, оцінка фінансового результату за бухгалтерським прибутком виявилась не в змозі виявити ці проблеми.

Динаміку прибутків ВАТ «Укрнафта» зображено на рис. 3.3. Тут, як і в НАК «Нафтогаз України», візуально залежність між динамікою середньозваженої вартості капіталу і скоригованого економічного прибутку не простежується. Швидше скоригований економічний прибуток дещо повторює динаміку скоригованого бухгалтерського прибутку.

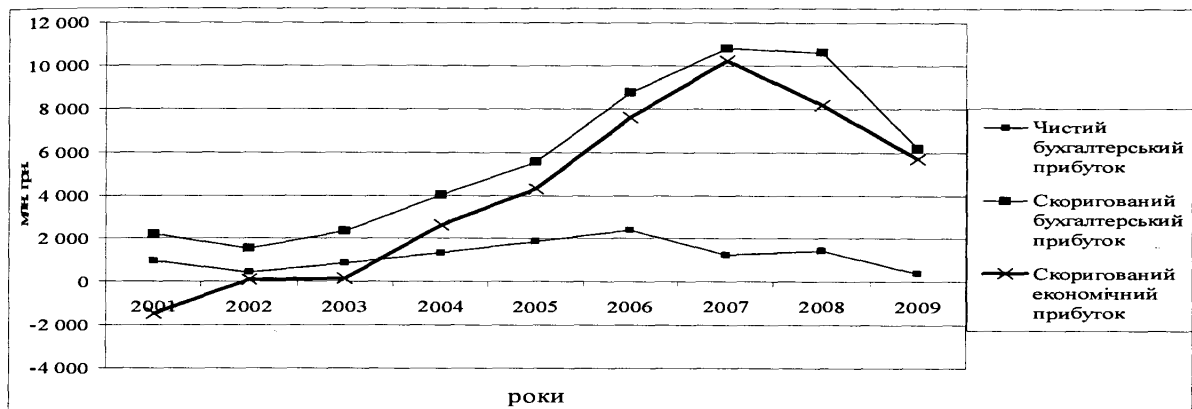


Рис. 3.3. Динаміка різних видів прибутку ВАТ «Укрнафта»

Цікавими в цій динаміці є період 2001-2003 р.р. Навіть чималих сум чистого бухгалтерського прибутку, заробленого у 2001 році не вистачило, щоб перекрити найбільшу за весь аналізований період вартість капіталу, що призвело до економічних збитків у сумі 1,5 млрд. грн.

Найбільшу суму економічного прибутку ВАТ «Укрнафта» одержало у 2007 році в сумі 10,2 млрд. грн., так як в тому році вартість капіталу була мінімальною. Спад прибутків в останні два роки викликаний спадом економіки країни загалом внаслідок економічної кризи, що призвело до спаду обсягів діяльності, зменшення бухгалтерських прибутків та зростання вартості фінансових ресурсів.

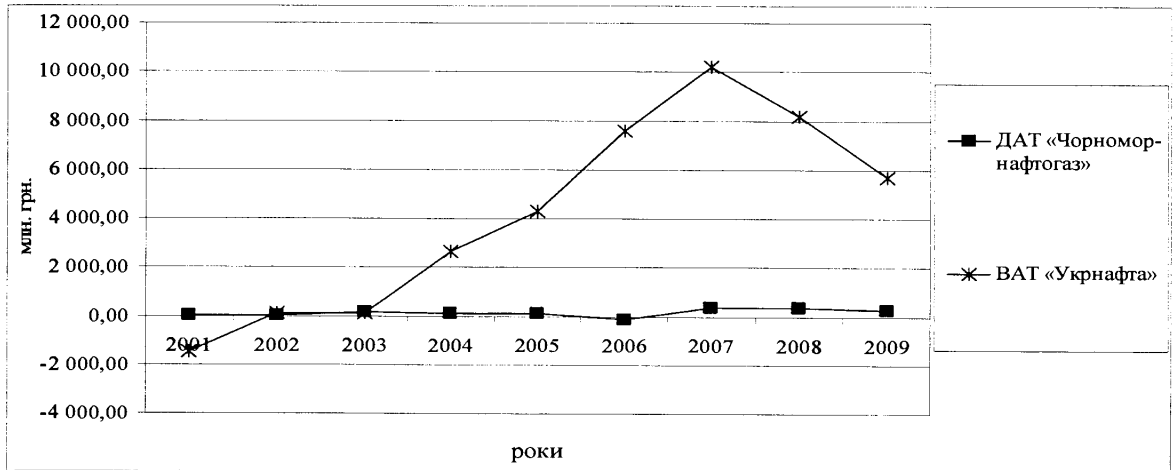


Рис. 3.4. Зведена динаміка скоригованого економічного прибутку нафтогазовидобувних підприємств

Порівнюючи динаміку скоригованого економічного прибутку нафтогазовидобувних підприємств (рис. 3.4) бачимо, що найгірші справи з економічним прибутком у ДАТ «Чорноморнафтогаз», що не відповідає динаміці бухгалтерського прибутку. ВАТ «Укрнафта» працює ефективніше.

Отже, одержаний в результаті розрахунків за запропонованим порядком скоригований економічний прибуток має широке практичне застосування, а саме: виявлення потенційних загроз фінансовому становищу підприємств; оцінювання реального фінансового результату діяльності, на основі якого можна розраховувати практично всі аналітичні показники, якість яких буде значно кращою, аніж у випадку використання традиційного чистого бухгалтерського прибутку.

3.2 Аналіз ефективності використання інвестованого капіталу нафтогазовими підприємствами України

Абсолютні значення показників є цінними для потреб управління, та вони не дають змоги порівнювати між собою результати різних підприємств, котрі різняться масштабами та обсягами діяльності. Таку можливість дає використання відносних показників.

Так, абсолютна величина заробленого підприємством економічного прибутку частково характеризує ефективність діяльності нафтогазових підприємств, але їх властиві всі недоліки абсолютних величин. Відносним показником, що дозволить порівняти ефективність використання інвестованого капіталу на окремих нафтогазових підприємствах є прибутковість використання інвестованого капіталу (формула (1.2)). Відповідно до запропонованого порядку розрахунку було виділено інвестований капітал в операційній і неопераційній діяльності, що дає змогу окремо дослідити прибутковість використання капіталу, задіяного в операційній і неопераційній діяльності за рівняннями (3.6) і (3.7):

$$Pr_{ik\ od} = \frac{P_{ce}}{IK_{od}} ; \quad (3.6)$$

де $Pr_{ik\ od}$ – прибутковість використання капіталу, інвестованого в операційну діяльність;

P_{ce} – економічний скоригований прибуток;

IK_{od} – інвестований капітал в операційну діяльність.

$$Pr_{ik\ nod} = \frac{P_{ec}}{IK_{nod}} ; \quad (3.7)$$

де $Pr_{ik\ nod}$ – прибутковість використання капіталу, інвестованого в неопераційну діяльність;

P_{ec} – економічний скоригований прибуток;

IK_{nod} – інвестований капітал в неопераційну діяльність.

Необхідною передумовою стійкого фінансового становища підприємства є достатня прибутковість використання операційного інвестованого капіталу, так як саме ця діяльність та її фінансові результати є основою життєдіяльності всього підприємства. Г.В. Савицька зазначає, що від рівня прибутковості капіталу, задіяного в операційній діяльності значною мірою залежить величина всіх інших критеріїв оцінки прибутковості використання капіталу [129, с.534].

Для того, щоб мати змогу порівняти ефективність використання капіталу різних нафтогазових підприємств, масштаби діяльності яких різняться, були розраховані відносні показники ефективності використання інвестованого капіталу. Дані розрахунки відображені в додатку Ф.1, а їх динаміка графічно зображена на рис. 3.5.

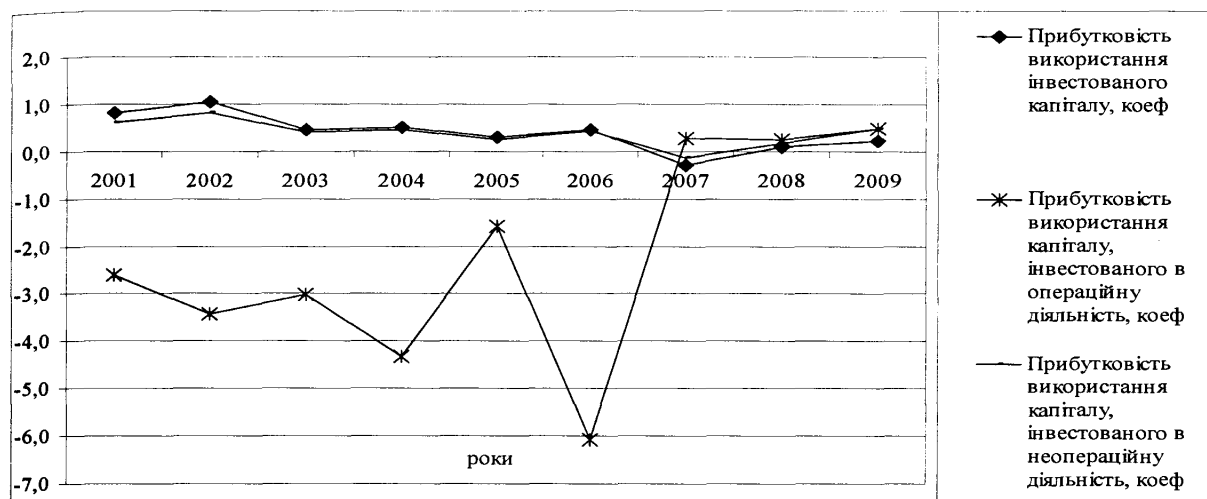


Рис. 3.5. Динаміка відносних показників ефективності використання інвестованого капіталу НАК «Нафтогаз України» за період 2001-2009 р.р.

Бачимо підтвердження висновку, зробленого при дослідженні величини інвестованого капіталу в діяльність НАК «Нафтогаз України». Основні суми капіталу компанії обертаються в неопераційній діяльності, в той час як в операційній відчувається його гостра нестача. Тому за винятком трьох останніх років, використання капіталу операційної діяльності є збитковим. Найбільша збитковість спостерігалася у 2006 році.

Дане значення відображає втрачену прибутковість, зумовлену дефіцитом капіталу. На кожній гривні такого дефіциту капіталу підприємство втратило 6,1 грн. скоригованого економічного прибутку. Найкраще за аналізований період інвестований капітал операційної діяльності НАК «Нафтогаз України» використовувався у 2009 році, в якому компанія отримала 0,47 грн. скоригованого економічного прибутку на кожен гривню інвестованого капіталу.

В неопераційній діяльності НАК «Нафтогаз України», в якій в жодному році не відчувалось браку фінансування, інвестований капітал

використовувався значно ефективніше. Найефективнішим, з цієї точки зору, був 2002 рік, прибутковість використання капіталу в неопераційній діяльності в якому склала 0,81 грн. скоригованого економічного прибутку на кожну гривню вкладеного капіталу. Найкритичнішим, звичайно, 2007 рік, в якому через відсутність прибутку, збитковість використання капіталу склала 0,15 грн. економічних збитків на кожну гривню інвестованого капіталу.

Отже, можна зробити висновок, що загальна ефективність використання інвестованого капіталу, вкладеного у діяльність НАК «Нафтогаз України», майже повністю отримана за рахунок неопераційної діяльності. Розрахована ефективність за значенням є близькою до рентабельності капіталу, розрахованої традиційним методом, особливо в перші роки. Але традиційний показник не дає змоги оцінити ефективність використання капіталу, що використовується в операційній діяльності. Таку інформацію можна отримати тільки за допомогою запропонованого показника – прибутковість використання інвестованого капіталу в операційній діяльності. Даний аналіз дозволив би керівництву компанії раніше звернути увагу на неефективність використання капіталу в операційній діяльності і вжити необхідних заходів.

Розрахунок відносних показників ефективності використання інвестованого капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз» наведено в додатку Ф.2, а динаміка відображена на рис. 3.6.

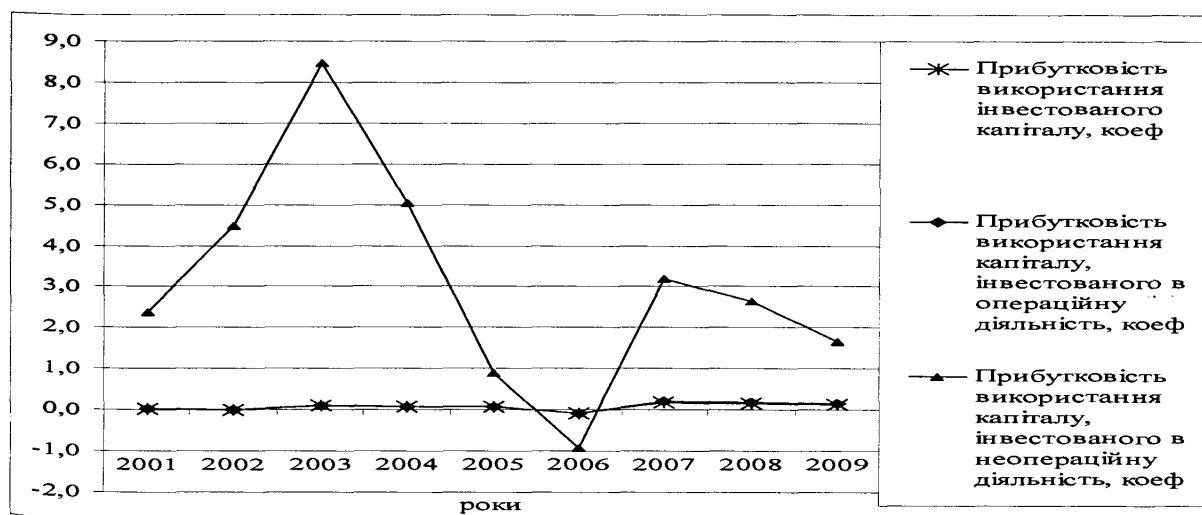


Рис. 3.6. Динаміка показників ефективності використання інвестованого капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз» за період 2001 – 2009 р.р.

Найбільша варіація ефективності використання капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз» спостерігається щодо ефективності використання капіталу, інвестованого в неопераційну діяльність. Загальна економічна збитковість 2006 року була викликана неефективністю управління капіталом, вкладеним у неопераційну діяльність у даному році. Загалом, прибутковість капіталу неопераційної діяльності коливається від 0,92 грн. економічного збитку на кожен вкладену гривню в у 2006 році, до 8,5 грн скоригованого економічного прибутку на таку ж вкладену гривню у 2003 році.

Як загальна ефективність використання всього інвестованого капіталу, так і ефективність використання інвестованого капіталу в операційній діяльності, знаходяться хоч і на мінімальному, але стабільному рівні (окрім уже згаданого 2006 року).

Результати розрахунку загальної і часткової ефективності використання інвестованого капіталу ВАТ «Укрнафта» розраховані в додатку Ф.3, а їх динаміка зображена на рис. 3.7.

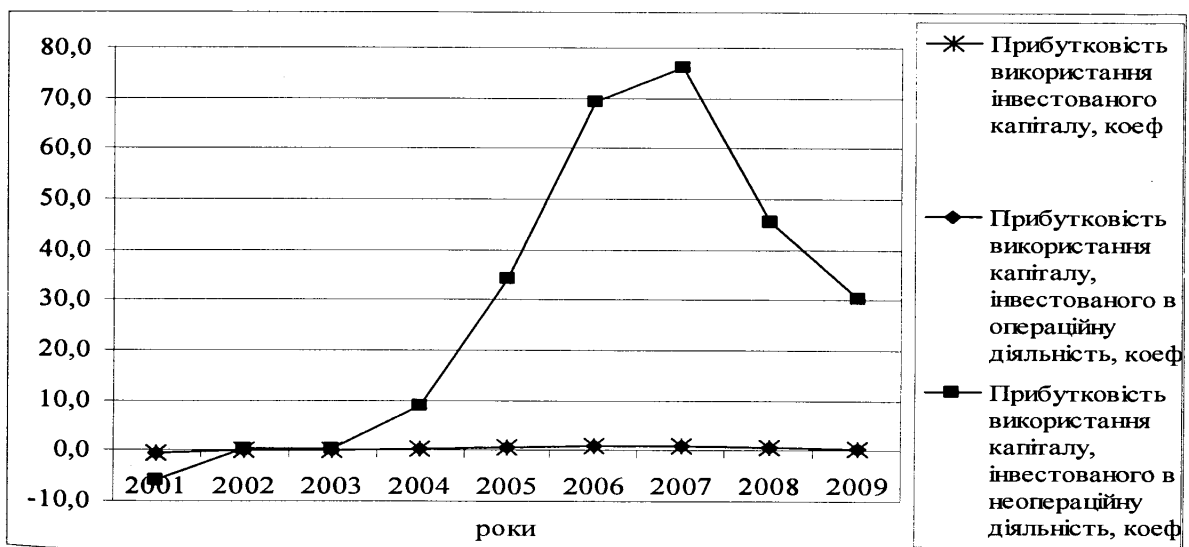


Рис. 3.7. Динаміка показників ефективності використання інвестованого капіталу ВАТ «Укрнафта» за період 2001 – 2009 р.р.

Як відображає наведений графік, динаміка відносних показників ефективності використання інвестованого капіталу ВАТ «Укрнафта» має такі ж тенденції, що і у ДАТ «Чорноморнафтогаз», а саме: прибутковість використання всього інвестованого капіталу та вкладеного в операційну

діяльність має дуже низькі значення, а варіативність ефективності використанні неопераційної частини інвестованого капіталу є великою.

Динаміка використання всього інвестованого капіталу повторює динаміку ефективності використання неопераційного інвестованого капіталу. Але на відміну від ДАТ «Чорноморнафтогаз», у якого збитковим був 2006 рік, критичним для ВАТ «Укрнафта» став 2001 рік. В цьому році збитковість використання капіталу в неопераційній діяльності склала 5,9; в операційній діяльності – 0,4, що в кінцевому підсумку призвело до збитковості використання всього інвестованого капіталу теж в розмірі 0,4. Найефективніше капітал ВАТ «Укрнафта» використовувався у 2007 році, в якому значення всіх трьох показників ефективності є максимальними.

Зведено загальну динаміку ефективності використання інвестованого капіталу в галузі на рис. 3.8.

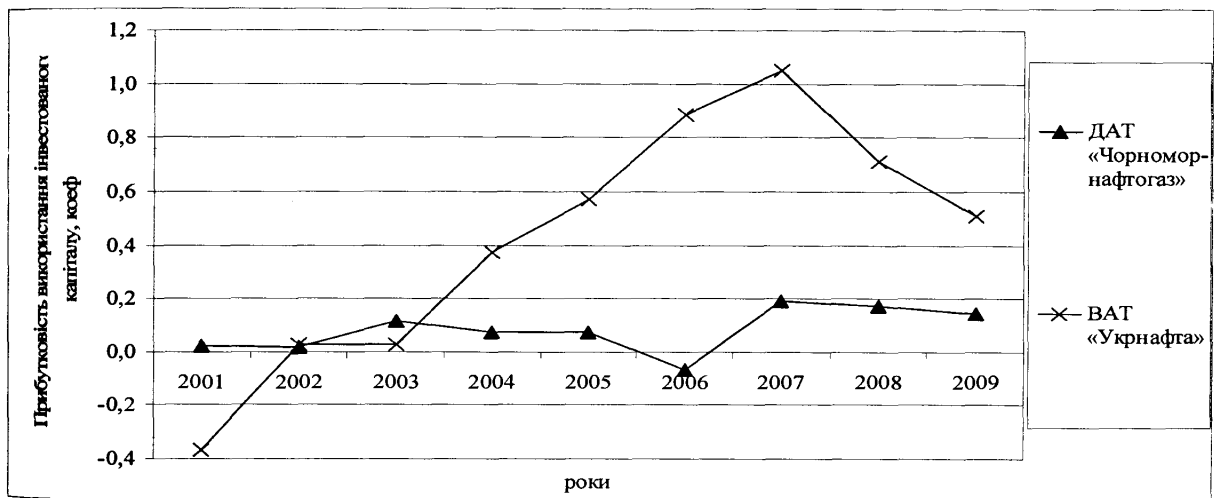


Рис. 3.8. Динаміка ефективності використання інвестованого капіталу нафтогазовидобувними підприємствами за період 2001 – 2009 р.р.

Результати аналізу показують, що, починаючи з 2004 року, найефективніше в галузі використовується інвестований капітал ВАТ «Укрнафта».

Хоча рівень ефективності використання інвестованого капіталу ВАТ «Укрнафта» не надто високий, але немає таких спадів, як у інших двох підприємств. Збитковість використання інвестованого капіталу ВАТ «Укрнафта» 2001 року повністю компенсована значний ростом

прибутковості у всіх наступних роках. Деяке зменшення починаючи з 2008 року зумовлене розгортанням світової фінансової кризи, на яку впливу керівництво ВАТ «Укрнафта» звичайно немає, але вживши необхідних заходів вдалось хоча б не допустити збитковості використання капіталу. Не дивлячись на цей спад, керівництву підприємства вдалось втримати ефективність на достатньо високому рівні.

Таким чином, можемо узагальнити, що для всіх розглянутих підприємств є характерний невисокий або ж взагалі збитковий рівень ефективності використання капіталу в операційній діяльності. Використовуючи традиційні показники, що характеризують ефективність діяльності, цієї проблеми виявити не можна. Пропонуючи використовувати в практиці управління підприємством показник прибутковості використання інвестованого капіталу в операційній діяльності, можна буде вчасно прийняти відповідні заходи для суттєвого підвищення ефективності використання всього капіталу, інвестованого в діяльність підприємства, що в кінцевому підсумку забезпечить зростання ефективності господарювання загалом.

3.3 Моделювання та прогнозування ефективності використання інвестованого капіталу нафтогазовими підприємствами

В ході попереднього аналізу було виявлено цілий ряд чинників, що впливають на ефективність використання інвестованого капіталу підприємства, при чому їх вплив має стохастичний характер. Вивчаючи стохастичний зв'язок, слід дослідити не тільки наявність чинників та зробити кількісну оцінку такого взаємозв'язку, але й дослідити форму такого зв'язку та її аналітичне вираження. Дане дослідження проведемо за допомогою інструментів кореляційно-регресійного аналізу.

Кореляційно - регресійний аналіз проведено за наступними етапами [151, с. 94-95]:

1. виявлення причинно-наслідкового зв'язку між незалежними чинниками та залежним показником;
2. обґрунтування обраної регресійної моделі на основі вибору найбільш істотних ознак і виявлення виду і форми функції зв'язку;
3. обчислення параметрів зв'язку;
4. статистична оцінка отриманих значень параметрів зв'язку;
5. обґрунтування вибору рівняння регресії, як такого, що найкраще відображає зв'язок між ознаками;
6. розрахунок інтервалів довіри для коефіцієнтів регресії;
7. прогнозування значень результативної ознаки та їх аналіз.

Вибір чинників, що впливають на ефективність використання інвестованого капіталу, попередньо було здійснено на основі економічної логіки. Серед чинників, що за результатами попереднього аналізу, впливають на ефективність діяльності підприємства, були розглянуті наступні.

Насамперед, це співвідношення податків, зборів та обов'язкових платежів до загальної суми операційних витрат. Ми вважаємо ці платежі частиною доходів, а не витрат підприємства, тому вплив цих показників прямий. Більша сума нарахованих і сплачених податкових платежів, в основному, свідчить про кращі результати роботи підприємства. Крім питомої ваги податкових платежів, важливим є вплив частки заробітної плати з відрахуваннями на соціальні заходи у загальній сумі операційних витрат. Збільшуючи свої витрати на заробітну плату, керівництво підприємства посилює мотивацію свого персоналу до ефективнішої діяльності.

Крім названих показників, на ефективність діяльності підприємства впливає і структура інвестованого капіталу. Як уже зазначалось раніше, основні результати роботи підприємство отримує від операційної діяльності. Збільшуючи частку капіталу, що використовується саме в операційній діяльності, тим самим підприємство створює потенціал для покращення результативності роботи. І навпаки, чим більша частка капіталу вилучається

на неопераційну діяльність, загальна ефективність роботи підприємства може погіршитись.

Загальноприйнятими показниками рентабельності теж не слід нехтувати. Підвищення рентабельності використання власного капіталу чи всього капіталу свідчить про підвищення ефективності діяльності підприємства. Якщо для НАК «Нафтогаз України» та ДАТ «Чорноморнафтогаз» рентабельність власного капіталу може бути розрахована тільки виходячи з балансової вартості цього капіталу, то для ВАТ «Укрнафта», прості акції якого мають ринкову оцінку, така рентабельність може бути розрахована і виходячи з ринкової вартості власного капіталу. Традиційний показник рентабельності діяльності, що розраховується як відношення заробленого чистого бухгалтерського прибутку до чистого доходу, теж є важливим фактором, що впливає на зростання економічного прибутку, а отже і на ефективність діяльності.

Важливими чинниками ефективності діяльності є створювана підприємством додана та додаткова вартості. Величина створеної нової вартості свідчить про ефективність діяльності підприємства. В якості потенційних чинників, що можуть виступати факторами впливу на ефективність діяльності, нами буде використана не абсолютна величина доданої та додаткової вартості, а їх питома вага в чистому доході підприємства.

Вартість власного капіталу та середньозважена вартість капіталу і ефективність діяльності знаходяться в оберненій залежності. Чим дорожчим є капітал підприємства, тим більше доводиться підприємству сплачувати постачальникам капіталу, тим самим зменшується частина заробленого економічного прибутку, що залишається на підприємстві.

В свою чергу, вартість капіталу підприємства значною мірою залежить від величини облікової ставки НБУ. Ріст облікової ставки автоматично зумовлює здорожчання капіталу, а значить призводить до зменшення ефективності діяльності. Оскільки умовами одного з отриманих великих

кредитів ДАТ «Чорноморнафтогаз» передбачена виплата відсотків з врахуванням ставки LIBOR, ця ставка теж була включена до переліку чинників, що впливають на ефективність використання інвестованого капіталу.

Зростання коефіцієнта загальної ліквідності свідчить про зростання ліквідності активів підприємства і опосередковано про зростання платоспроможності підприємства, а це можливо тільки в разі ефективної роботи цього підприємства.

Прибуток на акцію відображає рівень довіри акціонерів як постачальників капіталу до роботи підприємства. Позитивна зміна даного показника свідчить про зростання цієї довіри, яка прямо залежить від того, наскільки ефективно справляється менеджмент підприємства з поставленими перед ним завданнями.

Вплив названих чинників є різним. Для вибору найвагоміших за їх впливом на результуючий показник, було проведено кореляційний аналіз та здійснено перевірку чинників на мультиколінеарність. Очевидно, що до моделі повинні бути включені тільки ті чинники, статистичний зв'язок яких з ефективністю використання інвестованого капіталу підприємства по скоригованому економічному прибутку буде доведеним та суттєвим. Відповідно відкинутими повинні бути ті, вплив яких виявиться недоведеним, несуттєвим або функціональним. Включення до моделі взаємопов'язаних між собою факторів теж недопустимо, оскільки це призводить до [151, с. 112]:

- необґрунтованого розширення інтервалів довіри коефіцієнтів регресії,
- не значущість значень t-характеристик при оцінці параметрів моделі,
- зайвих трудозатрат та невиправданих ускладнень розрахунків при надмірній кількості чинників тощо.

Тільки після вибору найсуттєвіших за впливом та взаємозалежних чинників, які не є мультиколінеарними, можна переходити до розрахунку параметрів моделі.

Розпочнемо дослідження з аналізу тісноти парного взаємозв'язку між відібраними чинниками та результативним показником. Аналіз проведемо окремо для даних кожної з аналізованих компаній зокрема. Для зменшення трудомісткості розрахунків використаємо вбудовані засоби бізнес-аналізу прикладної програми MS Excel [58, с. 406-409, с.429-430].

Адекватність отриманих при аналізі мультиколінеарності парних показників кореляції, що відображають тісноту парного взаємозв'язку окремого фактора і результуючого показника, можна оцінити за допомогою критерію Стюдента, який розраховується за формулою:

$$t_{\text{факт}} = \frac{|r|}{\sqrt{1-r^2}} \cdot \sqrt{n-2} ; \quad (3.8)$$

де $t_{\text{факт}}$ - фактичне (розрахункове) значення критерію Стюдента;

r - парний показник кореляції;

n - обсяг вибірки.

Теоретичне (критичне) значення критерію Стюдента ($t_{\text{крит}}$) при заданій ймовірності та $(n - 2)$ ступенях вільності отримуємо з відповідних таблиць. Для ймовірності 0,95 та $9-2=7$ ступенів вільності критичне значення даного критерію становить 2,365.

Якщо виконується нерівність

$$t_{\text{факт}} > t_{\text{крит}} ; \quad (3.9),$$

то вважається, що гіпотеза про адекватність розрахованого значення парного коефіцієнта кореляції є доведеною.

Результати аналізу на наявність функціонального взаємозв'язку між факторами та мультиколінеарність факторів, що впливають на ефективність діяльності НАК «Нафтогаз України» по економічному прибутку, а також розраховані фактичні значення критерію Стюдента представлені в додатку Х.1.

Аналогічні розрахунки по вимірюванні тісноти зв'язку між чинниками здійснені для інвестованого капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз» та ВАТ «Укрнафта» (додатки Х.2 і Х.3 відповідно).

Відібравши найвагоміші чинники, з метою визначення функції регресії та встановлення ступеня зв'язку між показником прибутковості використання інвестованого капіталу (y) та наступними економічними показниками проведемо регресійний та кореляційний аналіз:

- для ВАТ «Укрнафта» – середньозважена вартість капіталу (x_1), співвідношення податків та інших обов'язкових платежів до загальної суми операційних витрат (x_2), та частка операційного інвестованого капіталу у загальній сумі інвестованого капіталу (x_3);
- для ДАТ «Чорноморнафтогаз» – середньозважена вартість капіталу (x_1) та співвідношення податків та інших обов'язкових платежів до загальної суми операційних витрат (x_2);
- для НАК «Нафтогаз України» – середньозважена вартість капіталу (x_1).

Регресійний аналіз дозволяє визначити форму залежності між результуючою ознакою y і пояснювальною змінною x та оцінити невідомі параметри побудованої функції регресії.

Відомі різні види регресії [170]:

- ✓ за типом взаємозв'язку між змінними – лінійна та нелінійна;
- ✓ за кількістю пояснювальних змінних – парна та множинна.

На основі аналізу адекватності різних можливих варіантів регресій було обґрунтовано доведено нелінійність зв'язку. Для відображення достовірного взаємозв'язку між вище наведеними економічними показниками нами вибрано наступні нелінійні множинні регресії:

А) по ВАТ «Укрнафта» – між показником прибутковості використання інвестованого капіталу (y) та середньозваженою вартістю капіталу (x_1), співвідношенням податків й інших обов'язкових платежів до загальної суми операційних витрат (x_2), та часткою операційного інвестованого капіталу у загальній сумі інвестованого капіталу (x_3):

$$y = a_0 + a_1 x_2^2 + a_2 x_3^3 + a_3 x_1^3 ; \quad (3.10)$$

Б) по ДАТ «Чорноморнафтогаз» – між показником прибутковості використання інвестованого капіталу (y) та середньозваженою вартістю

капіталу (x_1) та співвідношенням податків й інших обов'язкових платежів до загальної суми операційних витрат (x_2):

$$y = a_0 + a_1 x_2 + a_2 x_1 + a_3 \ln x_2; \quad (3.11)$$

В) по НАК «Нафтогаз України» – між показником прибутковості використання інвестованого капіталу (y) та середньозваженою вартістю капіталу (x_1):

$$y = a_0 + a_1 x_1 + a_2 x_1^2 + a_3 \ln x_1; \quad (3.12)$$

Здійснивши заміну для:

А) $X_1 = x_2^2, X_2 = x_3^3, X_3 = x_1^3$

Б) $X_1 = x_2, X_2 = x_1, X_3 = \ln x_2;$

В) $X_1 = x_1, X_2 = x_1^2, X_3 = \ln x_1;$

отримаємо лінійні множинні регресії для (А)-(В) $y = a_0 + a_1 X_1 + a_2 X_2 + a_3 X_3$, параметри $a_j, j = \overline{0,3}$ яких знайдемо за допомогою методу найменших квадратів [75, с. 85]:

$$A = (X'X)^{-1} X'Y; \quad (3.13)$$

де A – матриця розрахункових значень параметрів моделі,

X – матриця пояснювальних змінних,

Y – вектор результуючої змінної.

Основними засобами кореляційного аналізу є коефіцієнти кореляції і коефіцієнти детермінації.

Мірою ступеня відповідності фактичних значень результуючої ознаки y та розрахункового значення \hat{y} є коефіцієнт множинної кореляції [72]:

$$r = \frac{\text{cov}(y, \hat{y})}{\sqrt{\text{var}(\hat{y}) \text{var}(y)}}; \quad (3.14)$$

де $\text{cov}(y, \hat{y}) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})(\hat{y}_i - \bar{\hat{y}}),$

$$\text{var}(\hat{y}) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (\hat{y}_i - \bar{\hat{y}})^2, \quad \text{var}(y) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2,$$

\bar{y} – середнє значення результуючої ознаки y ;

\bar{y} – середнє значення y ;

n – кількість значень сукупності спостережень.

Варто зауважити, що у випадку множинної регресійної моделі, на відміну від моделей парної регресії, значення коефіцієнта кореляції дає змогу зробити висновок тільки про тісноту зв'язку (але не про напрям).

Властивості коефіцієнта множинної кореляції:

1. $R_{xy} \leq 1$;

2. $R_{yy} = 0$ – зв'язок між результуючою ознакою та множиною пояснювальних ознак відсутній;

3. $R_{yy} = 1$ – функціональний зв'язок;

4. $R_{yy} \rightarrow 1$ – зв'язок тісний;

5. $R_{yy} \rightarrow 0$ – зв'язок слабкий.

Коефіцієнт детермінації в багатofакторних моделях показує, наскільки варіація всіх факторних ознак пояснює варіацію результуючої ознаки і є показником, на основі якого можна робити попередні висновки про адекватність моделі.

Коефіцієнт детермінації R^2 для багатofакторної моделі визначається як квадрат значення коефіцієнта множинної кореляції. Даний коефіцієнт є неспадною функцією від кількості факторів, що входять до моделі.

Перевірка моделі на адекватність проводиться також за допомогою *критерію Фішера*, оскільки коефіцієнти множинної кореляції та детермінації дають можливість робити тільки попередні висновки про адекватність моделі. Суть критерію Фішера полягає в обчисленні розрахункового значення F – критерію і порівнянні його з критичним, взятим із заданою допустимою похибкою [87]:

$$F_{\text{розрахункове}} = \frac{R^2(n-m)}{(1-R^2)(m-1)} - \text{розрахункове значення } F\text{-критерію}; \quad (3.15)$$

$F_{\text{критичне}(m-1;n-t;\alpha)}$ – критичне (табличне) значення F -критерію при заданому рівні помилки α і відповідно $m-1$ та $n-t$ ступенях вільності, де m – кількість параметрів моделі.

У випадку, якщо $F_{\text{розрахункове}} > F_{\text{критичне}}$ – модель адекватна з ймовірністю $(1-\alpha)$ і навпаки.

Перевірка статистичної значущості оцінок параметрів регресії проводиться за критерієм Стьюдента. Суть перевірки зводиться до знаходження розрахункового значення t -критерію Стьюдента та порівняння його з критичним значенням $t_{\text{критичне}(n-t,\alpha/2)}$. Критичне значення можна знайти з таблиць розподілу Стьюдента, задавши при цьому число ступенів свободи $n-t$ та рівень значущості $\alpha/2$.

Розрахункові значення t -критерію Стьюдента для перевірки статистичної значущості параметрів моделі знаходять за наступною формулою [87]:

$$t_{\text{розрахункове}} = \frac{|a_j|}{\sigma_{a_j}}; \quad \sigma_{a_j} = \sqrt{\sigma_\varepsilon^2 c_{jj}}; \quad (3.16)$$

де σ_{a_j} – стандартна похибка (середньоквадратичне відхилення);

$a_j, \sigma_\varepsilon^2$ – дисперсія залишків моделі;

c_{jj} – діагональний елемент матриці $(X'X)^{-1}$ пояснювальних змінних.

У випадку, якщо $t_{j \text{ розрахункове}} > t_{\text{критичне}}(\alpha/2, n-t)$, то j -ий параметр є статистично значимим з ймовірністю α і навпаки.

Одним із припущень класичного регресійного аналізу є припущення про незалежність випадкових величин. Якщо це припущення порушується, то має місце автокореляція.

Автокореляція — це взаємозв'язок послідовних елементів часового або просторового ряду даних. В економетричних моделях особливе значення має автокореляція залишків, коли випадкові величини залежні між собою, а їх

коефіцієнт коваріації не дорівнює нулю. Автокореляція може бути як додатною (позитивною), так і від'ємною (негативною).

Для перевірки наявності автокореляції залишків можна застосувати методи:

1. Критерій Дарбіна-Уотсона.
2. Критерій фон Неймана.
3. Нециклічний коефіцієнт автокореляції.

Найбільш відомим і поширеним тестом перевірки моделі на наявність кореляції між залишковими величинами є *критерій Дарбіна-Уотсона*:

1. На першому етапі обчислюється значення статистики Дарбіна-Уотсона за формулою:

$$DW = \frac{\sum_{t=2}^n (u_t - u_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n u_t^2}; \quad (3.17)$$

Значення критерію Дарбіна-Уотсона знаходиться в межах від 0 до 4.

2. Задається рівень значимості α та обчислюється кількість факторів k . Знаходяться табличні значення критерія Дарбіна-Уотсона при рівні довіри α , числі спостережень n та кількості незалежних змінних k . Табличні значення мають нижню межу DW_1 і верхню — DW_2 .

3. Будуються зони автокореляційного зв'язку за критерієм Дарбіна-Уотсона.



Рис. 3.9. Зони автокореляційного зв'язку за критерієм Дарбіна-Уотсона

Якщо розраховане значення критерію знаходиться на проміжку від 0 до DW_1 ($0 < DW < DW_1$), то це свідчить про наявність позитивної автокореляції.

Якщо значення критерію потрапляє в зону невизначеності, то не можна зробити висновки ні про наявність, ні про відсутність автокореляції. Якщо DW

належить проміжку $(4 - DW_1 < DW < 4)$, то маємо негативну автокореляцію. І нарешті, якщо $DW_2 < DW < 4 - DW_2$, то автокореляції немає.

Для виявлення автокореляції залишкових величин використовується також критерій фон Неймана:

$$Q = \frac{\sum_{t=2}^n (u_t - u_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n u_t^2} \cdot \frac{n}{n-1} = DW \cdot \frac{n}{n-1}; \quad (3.18)$$

причому при $n \rightarrow \infty$ $Q = DW$.

Фактичне значення критерію фон Неймана порівнюється з табличним при вибраному рівні значимості α і заданому числі спостережень n . Якщо $Q < Q_{\text{табл}}$, то існує додатня автокореляція.

Нециклічний коефіцієнт автокореляції виражає ступінь взаємозв'язку залишків кожного наступного значення з попереднім, а саме:

I ряд — $u_1, u_2, u_3, \dots, u_{n-1}$;

II ряд — $u_2, u_3, u_4, \dots, u_n$.

Він обчислюється за формулою:

$$r^* = \frac{\sum_{t=2}^n (u_t u_{t-1}) - \frac{1}{n-1} \left(\sum_{t=1}^n (u_t) \right) \left(\sum_{t=2}^n (u_{t-1}) \right)}{\sqrt{\left[\sum_{t=1}^n u_t^2 - \frac{1}{n-1} \left(\sum_{t=1}^n u_t \right)^2 \right] \left[\sum_{t=2}^n u_{t-1}^2 - \frac{1}{n-1} \left(\sum_{t=2}^n u_{t-1} \right)^2 \right]}}; \quad (3.19)$$

Коефіцієнт r^* може набувати значень в інтервалі $(-1; 1)$. Від'ємні значення його свідчать про від'ємну автокореляцію, додатні - про додатну. Значення, що містяться в деякій критичній області біля нуля, свідчать про відсутність автокореляції, тобто підтверджують нульову гіпотезу про відсутність автокореляції залишків.

Для економічної інтерпретації нелінійних зв'язків використовують *коефіцієнт еластичності*, який характеризує відносну зміну результуючої

змінної при зміні пояснювальної змінної на 1%. Якщо рівняння регресії має вигляд $y = f(x)$, то коефіцієнт еластичності обчислюється як [87]:

$$E = \frac{df}{dx} \cdot \frac{\bar{x}}{\bar{y}}; \quad (3.20)$$

де \bar{x} – середнє значення змінної x ; \bar{y} – середнє значення змінної y , похідна береться в точці \bar{x} . У випадку $y = f(x_1, \dots, x_n)$ маємо часткові коефіцієнти еластичності:

$$E_{x_i} = \frac{\partial f}{\partial x_i} \cdot \frac{\bar{x}_i}{\bar{y}}, \quad i = 1, \dots, n. \quad (3.21)$$

Коефіцієнти еластичності для визначених функцій регресії обчислюються за формулами:

$$\text{А) } E = \frac{\bar{x}}{\bar{y}} (a_1 + 2a_2\bar{x} + a_3 / \bar{x}); \quad (3.22)$$

$$\text{Б) } E_{x_1} = \frac{\bar{x}_1}{\bar{y}} \left(a_1 + \frac{a_3}{\bar{x}_1} \right); \quad E_{x_2} = a_2 \frac{\bar{x}_2}{\bar{y}}; \quad (3.23)$$

$$\text{В) } E_{x_1} = 2a_1 \frac{\bar{x}_1^2}{\bar{y}}; \quad E_{x_2} = 3a_2 \frac{\bar{x}_2^3}{\bar{y}}; \quad E_{x_3} = 3a_3 \frac{\bar{x}_3^3}{\bar{y}}. \quad (3.24)$$

Якщо побудована модель є адекватною за Фішером, а переважна більшість параметрів є статистично значимими за Стьюдентом, залишкові величини моделі некорельовані, то її можна використовувати в прогностичних цілях. Для побудованих моделей нелінійної множинної регресії розраховують *точковий та інтервальний прогнози* [75, 87]:

1. Точковий прогноз:

А) по ВАТ «Укрнафта» – між показником прибутковості використання інвестованого капіталу (y) та середньозваженою вартістю капіталу (x_1), співвідношенням податків й інших обов'язкових платежів до загальної суми операційних витрат (x_2), та часткою операційного інвестованого капіталу у загальній сумі інвестованого капіталу (x_3):

$$y_{\text{прогн}} = a_0 + a_1 x_{2\text{прогн}}^2 + a_2 x_{3\text{прогн}}^3 + a_3 x_{1\text{прогн}}^3; \quad (3.25)$$

Б) по ДАТ «Чорноморнафтогаз» – між показником прибутковості використання інвестованого капіталу (y) та середньозваженою вартістю капіталу (x_1) та співвідношенням податків й інших обов'язкових платежів до загальної суми операційних витрат (x_2):

$$y_{\text{прогн}} = a_0 + a_1 x_{2\text{прогн}} + a_2 x_{1\text{прогн}} + a_3 \ln x_{2\text{прогн}}; \quad (3.26)$$

В) по НАК «Нафтогаз України» – між показником прибутковості використання інвестованого капіталу (y) та середньозваженою вартістю капіталу (x_1):

$$y_{\text{прогн}} = a_0 + a_1 x_{1\text{прогн}} + a_2 x_{1\text{прогн}}^2 + a_3 \ln x_{1\text{прогн}}; \quad (3.27)$$

2. Інтервальний прогноз для індивідуального значення $Y_{\text{прогн}}$:

$$Y_{\text{прогн}} \in (y_{\text{прогн}} \mp t_{\alpha/2} \sigma_{\varepsilon} \sqrt{1 + x'_{\text{прогн}} (X'X)^{-1} x_{\text{прогн}}}); \quad (3.28)$$

На основі вибраних вище даних побудовано наступні нелінійні регресії:

А) по ВАТ «Укрнафта» – між показником прибутковості використання інвестованого капіталу (y) та середньозваженою вартістю капіталу (x_1), співвідношенням податків й інших обов'язкових платежів до загальної суми операційних витрат (x_2), та часткою операційного інвестованого капіталу у загальній сумі інвестованого капіталу (x_3):

$$y = -3,708 + 0,034x_2^2 + 0,000004x_3^3 - 0,000001x_1^3; \quad (3.29)$$

Б) по ДАТ «Чорноморнафтогаз» – між показником прибутковості використання інвестованого капіталу (y) та середньозваженою вартістю капіталу (x_1) та співвідношенням податків й інших обов'язкових платежів до загальної суми операційних витрат (x_2):

$$y = 1,190 - 1,052x_2 - 0,007x_1 + 0,698 \ln x_2; \quad (3.30)$$

В) по НАК «Нафтогаз України» – між показником прибутковості використання інвестованого капіталу (y) та середньозваженою вартістю капіталу (x_1):

$$y = 0,661 + 0,179x_1 - 0,009x_1^2 - 0,695 \ln x_1; \quad (3.31)$$

Для перевірки адекватності побудованих моделей обчислено коефіцієнти множинної кореляції та детермінації, значення яких наведено в табл. 3.3.

Дані табл. 3.3 свідчать про істотність зв'язку між показником прибутковості використання інвестованого капіталу і обраними показниками.

Правильність вибору виду регресії підтверджується на:

- ✓ 68,5% для моделі А;
- ✓ 94,6% для моделі Б;
- ✓ 96,9% для моделі В.

Таблиця 3.3

Розрахункові коефіцієнти множинної кореляції та детермінації для побудованих моделей ¹

Модель	Коефіцієнт множинної кореляції R	Множинний коефіцієнт детермінації R^2	Критичне значення $R^2_{0,95}(3,5)$	Результат порівняння
А. ВАТ «Укрнафта»	0,984	0,969	0,764	адекват.
Б. ДАТ «Чорноморнафтогаз»	0,972	0,946	0,764	адекват
В. НАК «Нафтогаз України»	0,828	0,685	0,764	адекват

¹ Джерело: розрахунки автора

Як видно, усі моделі мають коефіцієнт детермінації, більший за 50%, що свідчить про правильність вибору виду регресії.

Для перевірки значущості коефіцієнта множинної кореляції обчислено розрахункове значення критерію Стюдента, яке дозволяє підтвердити значущість цього коефіцієнта або її заперечити (табл. 3.4).

Як видно з табл. 3.4, $t_{\text{розрахункове}} > t_{\text{критичне}}$ для всіх моделей, що свідчить про статистичну значущість оцінки коефіцієнта кореляції із заданою ймовірністю α .

Перевірку моделі на адекватність проведено також за допомогою критерію Фішера (табл. 3.5).

Таблиця 3.4

**Розрахункове значення критерію Стьюдента для перевірки значущості
коефіцієнта кореляції ¹**

Модель	Розрахункове значення критерію Стьюдента	Критичне значення критерію Стьюдента	Результат порівняння
А. ВАТ «Укрнафта»	12,477	4,043	адекват.
Б. ДАТ «Чорноморнафтогаз»	9,316	3,707	адекват.
В. НАК «Нафтогаз України»	4,173	4,499	адекват.

¹Джерело: розрахунки автора

Таблиця 3.5

**Розрахункове значення критерію Фішера для перевірки адекватності
побудованих моделей ²**

Модель	Розрахункове значення критерію Фішера	Критичне значення критерію Фішера	Результат порівняння
В. ВАТ «Укрнафта»	51,890	5,41	адекват.
Б. ДАТ «Чорноморнафтогаз»	28,932	5,41	адекват.
А. НАК «Нафтогаз України»	3,627	5,41	адекват.

²Джерело: розрахунки автора

Розрахункове значення критерію Фішера для моделей А-В при заданому рівні значущості $\alpha = 0,05$ свідчить про адекватність побудованих моделей.

Для перевірки значущості параметрів побудованих регресій обчислено значення критерію Стьюдента (табл. 3.6).

Розрахункові значення критерію Стьюдента для параметрів побудованих моделей свідчать про значущість цих параметрів із заданою ймовірністю.

Для моделі А (залежність прибутковості використання інвестованого капіталу (y) та середньозваженої вартості капіталу (x_1), співвідношення податків й інших обов'язкових платежів до загальної суми операційних витрат (x_2), та частки операційного інвестованого капіталу у загальній сумі

інвестованого капіталу (x_3)) розрахункове значення критерію Дарбіна-Уотсона знаходиться на інтервалі, для якого автокореляція залишків відсутня.

Таблиця 3.6

Розрахункове значення критерію Стьюдента для перевірки значущості параметрів регресії¹

Параметри	А. ВАТ «Укрнафта»		Б. ДАТ «Чорномор-нафтогаз»		В. НАК «Нафтогаз України»	
	Розрахункове значення критерію Стьюдента	Значущість критерію Стьюдента	Розрахункове значення критерію Стьюдента	Значущість критерію Стьюдента	Розрахункове значення критерію Стьюдента	Значущість критерію Стьюдента
a_0	-4,745	0,005	8,765	0,042	10,067	0,036
a_1	3,207	0,024	-6,636	0,054	2,740	0,080
a_2	5,117	0,004	-9,906	0,002	-2,133	0,084
a_3	-2,850	0,036	8,722	0,042	-6,817	0,053

¹Джерело: розрахунки автора

Для перевірки наявності автокореляції залишкових величин використаємо критерій Дарбіна-Уотсона. Розрахункові величини даного критерію та його критичні значення наведено в табл. 3.7.

Таблиця 3.7

Розрахункові та критичні значення критерію Дарбіна-Уотсона для побудованих регресій¹

Модель	Розрахункові значення DW	Критичні значення	
		DW ₁	DW ₂
А. НАК «Нафтогаз України»	2,678	0,595	1,928
Б. ДАТ «Чорноморнафтогаз»	2,765		
В. ВАТ «Укрнафта»	1,976		

¹Джерело: розрахунки автора

Оскільки розрахункові значення критерію Дарбіна-Уотсона за моделями Б і В знаходяться в зоні невизначеності, то істотність автокореляції не доведено. Не дає відповіді про наявність чи відсутність автокореляції залишків і значення критерію фон Неймана. Тому скористаємось нециклічним

коефіцієнтом автокореляції. Обчислені значення даного коефіцієнта для моделей Б і В, рівні -0,229 та -0,344 відповідно, показали, що його величина близька до нуля, що свідчить про відсутність автокореляції. Відсутність автокореляції залишків підтверджує адекватність моделі.

Таким чином, побудовані регресії із заданим рівнем значущості $\alpha=0,05$ є адекватними, тому на їх основі можна здійснювати прогностичні розрахунки.

Для економічної інтерпретації нелінійних зв'язків обчислено коефіцієнти еластичності по кожній моделі (табл. 3.8).

Таблиця 3.8

Розрахункове значення коефіцієнтів еластичності для побудованих регресій¹

Модель	Умовні позначення	Коефіцієнт еластичності
А. ВАТ «Укрнафта»		
між показником прибутковості використання інвестованого капіталу (y) та:		
середньозваженою вартістю капіталу (x_1)	x_1	-0,073
співвідношенням податків та інших обов'язкових платежів до загальної суми операційних витрат (x_2)	x_2	0,475
часткою операційного інвестованого капіталу у загальній сумі інвестованого капіталу (x_3)	x_3	28,820
Б. ДАТ «Чорноморнафтогаз»		
між показником прибутковості використання інвестованого капіталу (y) та:		
середньозваженою вартістю капіталу (x_1)	x_1	-0,982
співвідношенням податків та інших обов'язкових платежів до загальної суми операційних витрат (x_2)	x_2	2,323
В. НАК «Нафтогаз України»		
між показником прибутковості використання інвестованого капіталу (y) та:		
середньозваженою вартістю капіталу (x_1)	x_1	-0,619

¹ Джерело: розрахунки автора

Як видно з табл. 3.8, величина прибутковості використання інвестованого капіталу:

А) для ВАТ «Укрнафта» зростає на 0,475 та 28,820 % відповідно при зміні співвідношення податків та інших обов'язкових платежів до загальної

суми операційних витрат та частки операційного інвестованого капіталу у загальній сумі інвестованого капіталу на 1% та знизиться на 0,073% при зміні середньозваженої вартості капіталу на 1%.

Б) для ДАТ «Чорноморнафтогаз» зросте на 2,323% при зміні співвідношення податків та інших обов'язкових платежів до загальної суми операційних витрат на 1% та знизиться на 0,982% при зміні середньозваженої вартості капіталу на 1%;

В) для НАК «Нафтогаз України» знизиться на 0,619% при зростанні середньозваженої вартості капіталу на 1%;

На основі побудованих моделей взаємозв'язку економічних показників за 2001-2009 рр. здійснено прогностні розрахунки на 2010-2011 рр. Прогностні значення пояснювальних змінних на 2010-2011 рр. отримано за допомогою статистичної функції «Тенденция» табличного процесора MS Excel.

Підставивши прогностні значення пояснювальних змінних в моделі А-В, спрогнозовано значення результуючої ознаки – прибутковості використання інвестованого капіталу для досліджуваних компаній (табл. 3.9).

Для забезпечення репрезентативності прогностних розрахунків здійснено графічну інтерпретацію ретроспективних та прогностних значень (рис.3.10-3.12). Причому на осі *Y* відображено значення результуючої ознаки, а на осі *X* періоди часу (2001-2011 рр.). На графіках також наведено довірчі інтервали зміни розрахункових значень результуючої ознаки по кожній моделі.

Прогностні значення прибутковості використання інвестованого капіталу для ВАТ «Укрнафта» мають тенденцію до зростання за рахунок збільшення в прогностному періоді показників співвідношення податків і інших обов'язкових платежів до загальної суми операційних витрат та частки операційного інвестованого капіталу у загальній сумі інвестованого капіталу, а також зниження середньозваженої вартості капіталу (рис. 3.10).

Причому покращення використання інвестованого капіталу очікується на такому рівні, коли на кожну інвестовану гривню корпорація зароблятиме ще одну гривню скоригованого економічного прибутку.

Прогнозні значення прибутковості використання інвестованого капіталу та факторних ознак, що впливають на неї¹

Модель	Змінна	Прогноз	
		2010	2011
А. ВАТ «Укрнафта»:			
прибутковість використання інвестованого капіталу (y), коеф.	y	1,074	1,218
середньозважена вартість капіталу (x_1), %	x_1	3,01	2,43
співвідношення податків та інших обов'язкових платежів до загальної суми операційних витрат (x_2), коеф.	x_2	2,862	3,090
частка операційного інвестованого капіталу у загальній сумі інвестованого капіталу (x_3), %	x_3	99,259	99,962
Б. ДАТ «Чорноморнафтогаз»:			
прибутковість використання інвестованого капіталу (y), коеф.	y	0,151	0,160
середньозважена вартість капіталу (x_1), %	x_1	7,446	6,494
співвідношення податків та інших обов'язкових платежів до загальної суми операційних витрат (x_2), коеф.	x_2	0,587	0,608
В. ПАТ «НАК «Нафтогаз України»:			
прибутковість використання інвестованого капіталу (y), коеф.	y	0,077	0,032
середньозважена вартість капіталу (x_1), %	x_1	8,408	9,269

¹ Джерело: розрахунки автора

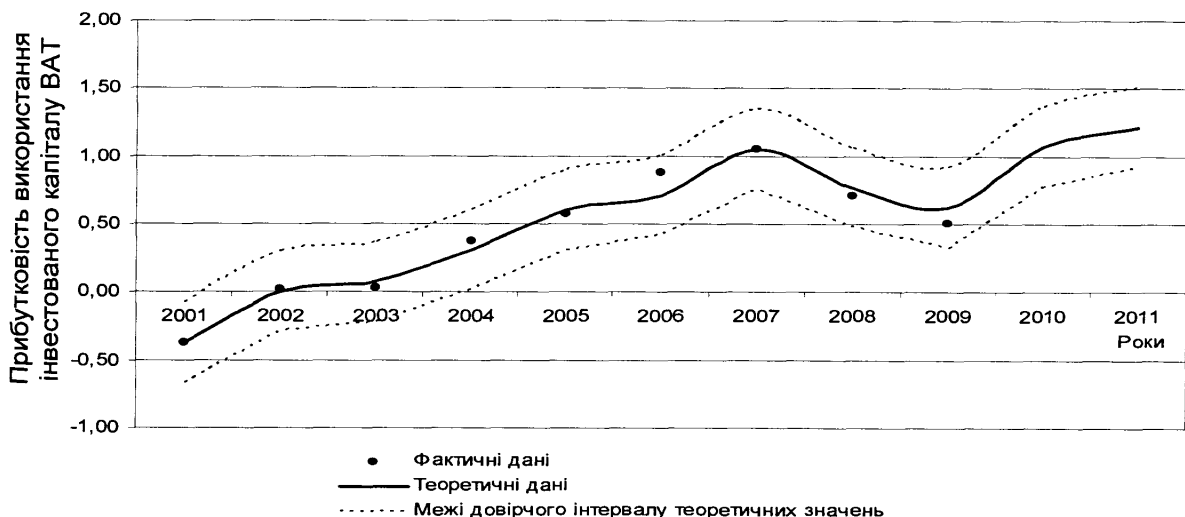


Рис. 3.10. Ретроспективні та прогнозні значення результуючої змінної за моделлю А

Величина прибутковості використання інвестованого капіталу для ДАТ «Чорноморнафтогаз» (за моделлю Б) в прогностному періоді має незначну тенденцію до зростання (рис. 3.11) при зростанні прогностних значень співвідношення податків та інших обов'язкових платежів до загальної суми операційних витрат та зниженні величини середньозваженої вартості капіталу.

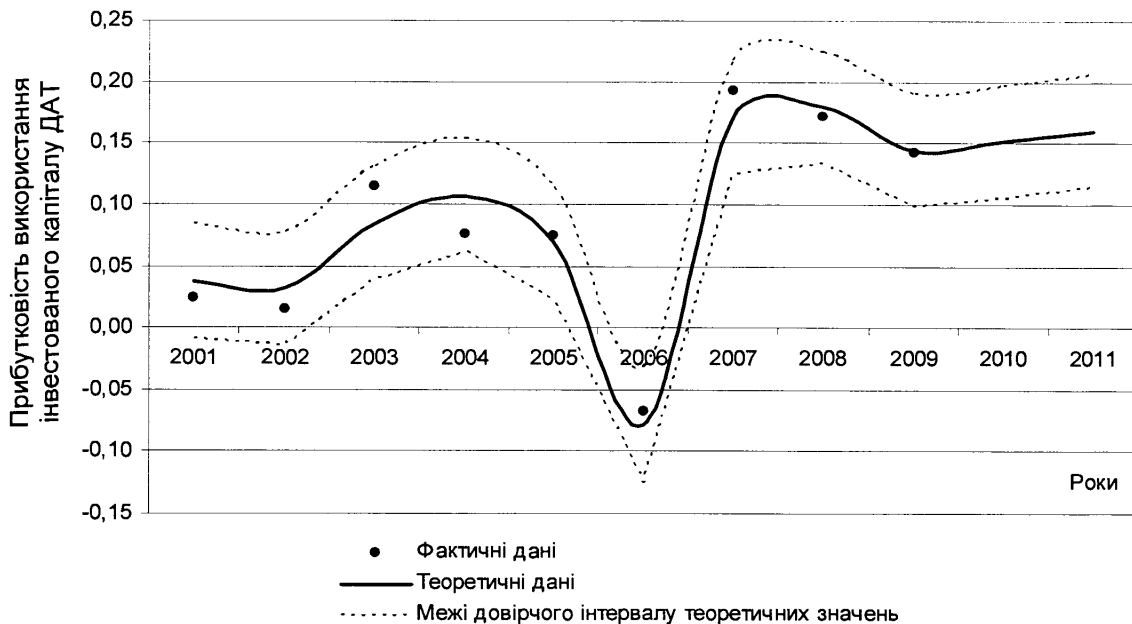


Рис. 3.11. Ретроспективні та прогностні значення результуючої змінної за моделлю Б

Як видно з рис. 3.12, величина прибутковості використання інвестованого капіталу для НАК «Нафтогаз України» у прогностному періоді знизиться, що в подальшому може призвести навіть до збитковості діяльності компанії. Тому керівництву варто вжити заходів щодо покращення ситуації насамперед шляхом зменшення середньозваженої вартості капіталу.

Отже, прогностне дослідження показало, що величина прибутковості використання інвестованого капіталу в прогностованому періоді буде змінюватись приблизно однаково позитивно за моделями А та Б, а за моделлю В цей показник дещо зменшить свої значення (рис. 3.13).

На основі виявлених взаємозв'язків та взаємовпливів сформульовані рекомендації керівникам підприємств, на базі яких зроблено дослідження,

спрямовані на підвищення прибутковості використання інвестованого капіталу.

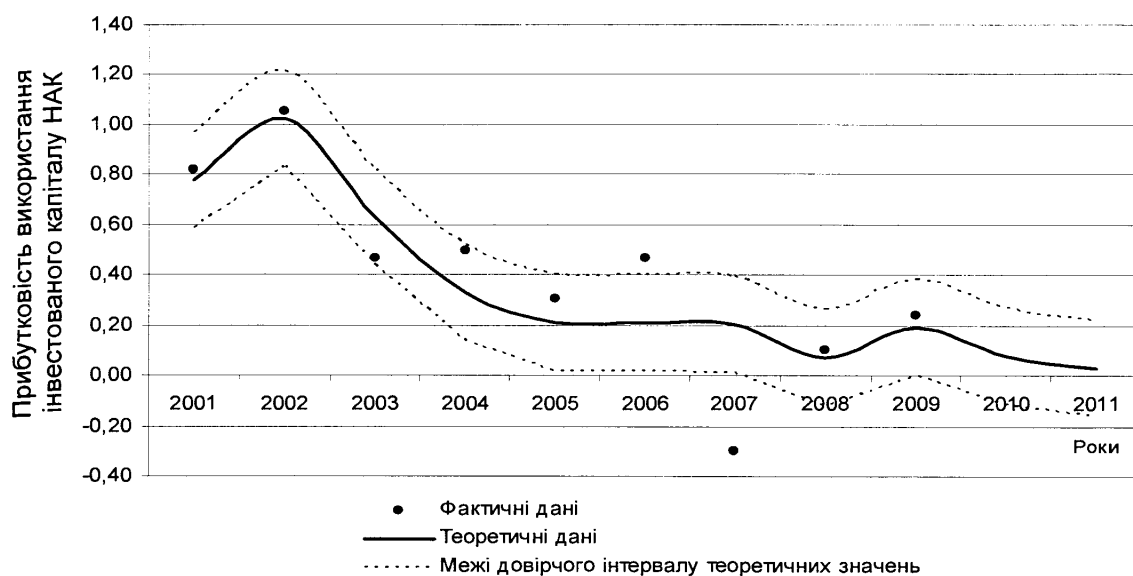


Рис. 3.12. Ретроспективні та прогнозні значення результуючої змінної за моделлю В

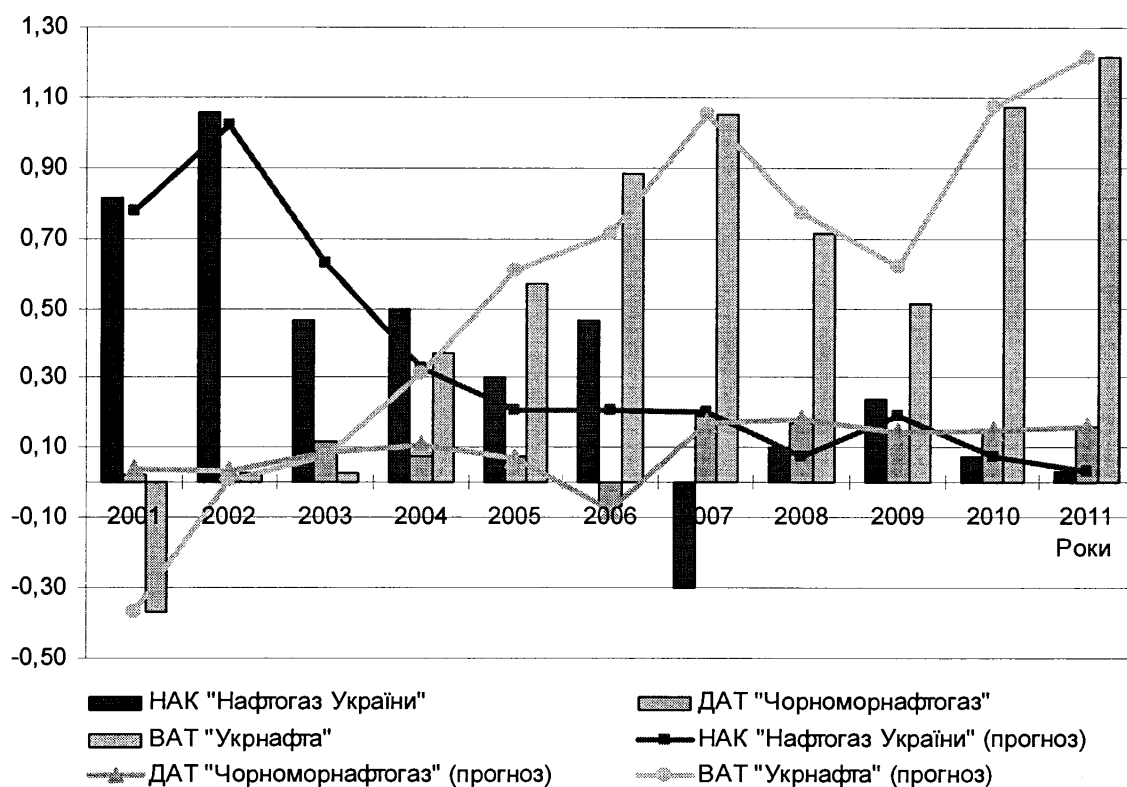


Рис. 3.13. Порівняльна характеристика зміни прибутковості використання інвестованого капіталу за моделями А, Б та В

Для НАК «Нафтогаз України»:

1. Звернути увагу на розмір капіталу, що використовується в операційній діяльності. Потрібно збільшити величину операційних активів до такого рівня, щоб вони дорівнювали хоча б величині операційних зобов'язань. Це можна здійснити або за рахунок вливання нового капіталу в операційну діяльність, або ж шляхом перерозподілу частини неопераційного капіталу в операційні активи;

2. Збільшивши величину капіталу, інвестованого в операційну діяльність, керівництву компанії вдасться покращити ліквідність та платоспроможність підприємства;

3. Оскільки середньозважена вартість капіталу компанії зростає, компанія повинна забезпечувати пропорційне зростання економічного прибутку, щоб мати можливість покривати витрати, пов'язані зі зростанням вартості капіталу;

Для ДАТ «Чорноморнафтогаз»:

1. Збільшувати суми заробленого прибутку до такого рівня, щоб він хоча б перевищував вартість капіталу, так як в процесі аналізу періоді були виявлені періоди, коли суми заробленого прибутку були недостатніми. Для цього потрібно провести широке дослідження ринку з метою виявлення зовнішніх джерел збільшення прибутку, а також проаналізувати діяльність самого підприємства з метою виявлення внутрішніх резервів.

2. Змінити стратегію управління капіталом, інвестованого в неопераційну діяльність з метою збільшення її прибутковості. Даний капітал, в основному, вкладено в довготермінові фінансові інвестиції, що обліковуються за методом участі в капіталі, та довготермінову дебіторську заборгованість. Слід проаналізувати, в які саме об'єкти інвестовано капітал, виявити серед них неприбуткові і, по можливості, від них позбутися. Щодо довготермівової дебіторської заборгованості слід проаналізувати її доцільність та адекватність відсоткових ставок, що до неї застосовуються;

Для ВАТ «Укрнафта»:

1. Звернути увагу на зростання ринкової вартості акцій, оскільки це призводить до зменшення вартості власного капіталу підприємства. Для цього підприємству слід зробити свій бізнес більш прозорим: регулярно оновлювати інформацію про свою діяльність на власному офіційному сайті, забезпечити доступ потенційним інвесторам до фінансової звітності тощо;

2. Зменшити частку капіталу, інвестованого в неопераційну діяльність. Так як основна частина фінансових результатів та грошових потоків отримується від операційної діяльності, то капітал тут повинен бути задіяний більший;

3. Збільшувати суми залучених коштів. Це не буде мати суттєвого впливу на автономність та незалежність підприємства від зовнішніх постачальників капіталу, але дозволить отримати фінансування для впровадження заходів по розширенню діяльності, перш за все операційної.

Висновки до розділу 3

Провівши дослідження науково-практичних аспектів та здійснивши аналіз прибутковості використання інвестованого капіталу нафтогазовими підприємствами України, можемо зробити наступні узагальнення та сформулювати такі пропозиції.

1. Більшість управлінських рішень приймається на основі чистого бухгалтерського прибутку. Але в силу використання різних бухгалтерських суджень, принципів та оцінок такий прибуток втрачає свою реальність та інформаційну цінність. Тому для одержання реальної картини фінансового результату діяльності було запропоновано використовувати скоригований бухгалтерський прибуток. Основними коригуваннями, які при цьому використовуються, є наступні:

- на суму нарахованих податків, зборів та загальнообов'язкових платежів, котрі ми вважаємо для підприємства не витратами, а частиною доходів;

- на суму нарахованих витрат на сумнівні і безнадійні борги;

- на суму як одержаних, так і нарахованих штрафів, пені і неустойок;

- на суму непродуктивних витрат і втрат;

- на суму як витрат, так доходів від утримання об'єктів житлово-комунального і соціально-культурного призначення;

- на фінансові витрати.

2. Основна причина, за якої економісти часто не погоджуються з трактуванням прибутку бухгалтерами, в тому, що останні в розрахунок прибутку включають тільки явні витрати, які несе підприємство перед зовнішніми контрагентами, і, відповідно, зовсім не беруть до уваги неявні. Явні – це ті, які рано чи пізно підприємство повинно виплатити своїм зовнішнім постачальникам ресурсів. До неявних витрат відносяться витрати від використання власних ресурсів, якими володіє підприємство і використовує в своїй діяльності. Серед інших, до таких неявних витрат відноситься і вартість використовуваних у діяльності власних джерел фінансування.

3. На основі світових методик розрахунку економічного прибутку було запропоноване їх практичне застосування, але в якості бухгалтерського було використано запропонований скоригований бухгалтерський прибуток. Зокрема було розглянуто два методи розрахунку скоригованого економічного прибутку, результат розрахунку за яким є однаковим, але проміжні результати, які при цьому використовуються є різними і задовольняють різні інформаційні потреби.

4. Доведено доцільність здійснення оцінювання ефективності використання інвестованого капіталу нафтогазовими підприємствами на основі прибутковості використання інвестованого капіталу, яку, в свою чергу, слід розраховувати як відношення скоригованого економічного прибутку до інвестованого капіталу. Даний показник, на нашу думку, через більш реальну

оцінку заробленого підприємством прибутку дозволить адекватніше оцінити таку ефективність.

5. Проведений аналіз ефективності використання інвестованого капіталу основними нафтовими підприємствами показав, що в останні роки найбільш ефективно використовується інвестований капітал ВАТ «Укрнафта». Ефективність у двох інших підприємствах значно нижча.

Практично для всіх розглянутих підприємств є характерний невисокий або ж взагалі збитковий рівень ефективності використання капіталу в операційній діяльності. Використовуючи традиційні показники, що характеризують ефективність діяльності, цієї проблеми виявити не можна. Звернувши увагу керівництва до запропонованого показника, можна суттєво підвищити ефективність використання всього капіталу, інвестованого в діяльність підприємства, що в кінцевому підсумку приведе до зростання ефективності господарювання загалом.

6. За допомогою моделювання прибутковості використання інвестованого капіталу підприємствам нафтогазової галузі виявлені основні чинники, що впливають на цю ефективність. Суттєвим чинником, що впливає на ефективність використання інвестованого капіталу всіх аналізованих підприємств, є середньозважена вартість капіталу. Для ДАТ «Чорноморнафтогаз», крім середньозваженої вартості капіталу, визначальний є також вплив співвідношення податків та інших обов'язкових платежів до загальної суми операційних витрат. Оскільки ці платежі ми вважаємо частиною доходу, який вилучається державою, тому вплив останнього чинника прямий. Збільшення даного співвідношення свідчить про збільшення віддачі від діяльності підприємства (чим більше підприємство заробило, тим більшу суму податкових платежів повинно сплатити). Якщо підприємство нарощує свої доходи більшими темпами ніж витрати (а саме про це свідчить збільшення даного співвідношення), тим більшим буде ефект від використання інвестованого капіталу. Для ВАТ «Укрнафта» істотним є ще один фактор, крім двох уже названих. Це частка операційного інвестованого

капіталу в загальній сумі інвестованого капіталу. Так як саме операційна діяльність для підприємств повинна забезпечувати основні суми доходів та є основою стабільності фінансового стану, то логічно припустити, що чим ефективніше капітал буде використовуватись в операційній діяльності, тим кращою буде і загальна ефективність всього інвестованого капіталу.

7. Здійснене прогнозування прибутковості використання інвестованого капіталу нафтогазовими підприємствами дало можливість виявити, що, якщо виявлені тенденції збережуться, ефективність використання інвестованого капіталу у ДАТ «Чорноморнафтогаз» та ВАТ «Укрнафта» в наступні роки тільки підвищуватиметься і лідером продовжуватиме залишатись ВАТ «Укрнафта». У НАК «Нафтогаз України» очікується зниження ефективності аж до збитковості. Тому керівництву НАК негайно слід вжити відповідні заходи по оздоровленню ситуації.

8. На основі проведеного аналізу були сформульовані основні напрямки та розроблені рекомендації щодо підвищення ефективності використання інвестованого капіталу нафтогазовим підприємствами, які направлені, насамперед, на покращення значень тих факторних показників, вплив яких на цю ефективність, як показало моделювання, є визначальним.

Основні результати розділу опубліковано в наукових працях автора [131], [132], [136], [137], [138].

ВИСНОВКИ

У дисертації проведене теоретичне узагальнення, обґрунтування та запропоноване нове вирішення наукової задачі оцінювання ефективності діяльності нафтогазових підприємств через оцінку ефективності використання інвестованого капіталу. Одержані результати проведеного наукового дослідження дали можливість сформулювати такі висновки:

1. Установлено, що на сучасному етапі розвитку економіки центральним об'єктом управління підприємством має стати не прибуток, а приріст вартості самого підприємства, оцінка якої може бути здійснена за допомогою показника «економічний прибуток». У зв'язку із цим, ключове місце в практиці управління підприємством повинно відводитися оцінці ефективності його діяльності, яку запропоновано визначати через прибутковість використання інвестованого капіталу підприємства.

2. Узагальнено та систематизовано генезис теоретичних поглядів на економічний зміст капіталу, що дозволило уточнити визначення і запропонувати його основну характеристику у вигляді суми накопичених із часом матеріальних і нематеріальних благ як результатів минулої праці, які створили необхідну економічну базу для здійснення подальшої діяльності з метою одержання більшої (доданої) вартості.

З метою визначення місця інвестованого капіталу в складі капіталу підприємства запропоновано доповнити існуючу класифікацію капіталу двома ознаками. За механізмом залучення капітал пропонується поділяти на інвестований відсотковий і безвідсотковий. Відсотковий інвестований капітал формується за рахунок тих залучень, які передбачають виплату відповідного доходу інвесторам: акціонерам – дивідендів, позичальникам – відсотків. За об'єктами інвестування інвестований капітал пропонується поділяти на інвестований в операційну й неопераційну діяльність. Такий поділ є надзвичайно важливим для оцінювання ефективності окремих видів діяльності.

3. Запропонований порядок розрахунку інвестованого капіталу, який дозволяє виділити окремо капітал, інвестований в операційну діяльність, і капітал, інвестований в неопераційну діяльність. Такий поділ дає можливість отримати додаткову інформацію для аналізу складу капіталу підприємства, використання якої для подальших розрахунків та оцінок ефективності не тільки всього інвестованого капіталу, а і таких часткових його показників, як ефективність використання інвестованого капіталу операційної і неопераційної діяльності, розширює межі практичного застосування даного показника.

Аналіз величини інвестованого капіталу великих нафтогазових підприємств України, розрахованої за запропонованим порядком, дав можливість встановити, що переважна частина капіталу ПАТ НАК «Нафтогаз України» інвестована в неопераційну діяльність (фінансові інвестиції в асоційовані об'єкти, довготермінову дебіторську заборгованість), а частка операційного капіталу є набагато меншою. При цьому, на рівні виробничих підприємств галузі в структурі інвестованого капіталу основну частину складає капітал операційної діяльності при майже повній відсутності капіталу неопераційної діяльності.

4. Продемонстровано обмеженість і недосконалість існуючих бухгалтерських підходів до визначення фінансового результату діяльності підприємств та обґрунтовано переваги використання економічного прибутку для оцінки ефективності діяльності підприємства, запропонована методика розрахунку економічного прибутку на основі даних фінансової звітності, складеної згідно з вимогами національних стандартів бухгалтерського обліку.

На відміну від існуючої практики обчислення економічного прибутку доведено необхідність застосування для розрахунку скоригованого бухгалтерського прибутку, що дозволить усунути недоліки бухгалтерського підходу до вимірювання фінансового результату. Основні коригування, які використовують для нафтогазових підприємств:

- на суму нарахованих податків, зборів і загальнообов'язкових платежів, котрі слід вважати для підприємства не витратами, а частиною доходів;
- на суму нарахованих витрат на сумнівні й безнадійні борги;
- на суму одержаних і нарахованих штрафів, пені та неустойок;
- на суму непродуктивних витрат і втрат;
- на суму витрат і доходів від утримання об'єктів житлово-комунального й соціально-культурного призначення;
- на фінансові витрати.

Отриманий у результаті розрахунків економічний прибуток названо скоригованим економічним прибутком.

5. Для розрахунку економічного прибутку необхідно визначати вартість залучення капіталу підприємством. Тому досліджено економічний зміст категорій вартості й ціни капіталу, у результаті чого ці поняття були розмежовані, а основні чинники, які впливають на їх формування, були ідентифіковані та сформульовані. Так, визначено, що на вартість капіталу визначальний вплив здійснюють такі чинники: корисність (внутрішня цінність), поточний і очікуваний дохід, альтернативна доходність капіталу, ризикованість вкладення капіталу, ступінь надійності отримання очікуваних доходів, сума сподіваного доходу на одну акцію, використання кредитів, дивідендна політика, масштаб виробництва тощо. Ціна капіталу встановлюється під впливом співвідношення попиту й пропозиції на ринку капіталу, цінності грошей, наявності можливостей залучення додаткового капіталу, кредитного рейтингу позичальника, платоспроможності потенційних інвесторів, сезонності попиту на капітал, кон'юнктури ринку капіталів, державного регулювання відсоткових ставок, рівня інфляції тощо.

Аргументовано доцільність оцінки вартості власного капіталу підприємства на основі прибутку на акцію і запропоновано модифіковану модель оцінки вартості власного капіталу тих акціонерних товариств, акції яких не обертаються на фондовому ринку й не мають ринкової вартості, що

дозволяє оцінити вартість власного капіталу таких державних підприємств, як ПАТ «НАК «Нафтогаз України» і ДАТ «Чорноморнафтогаз».

6. Оцінка фінансових результатів діяльності нафтогазових підприємств на основі скоригованого економічного прибутку дозволила встановити, що оприлюднена звітність про фінансові результати ДАТ «Чорноморнафтогаз» і ВАТ «Укрнафта», яка відображає щорічний чистий бухгалтерський прибуток, одночасно не відображає існування економічних збитків, спричинених недостатньою рентабельністю капіталу.

7. Сформульовані рекомендації з підвищення ефективності використання інвестованого капіталу нафтогазовими підприємствами, розроблені з врахуванням найвагоміших чинників впливу, виявлених за допомогою економетричного моделювання, впровадження яких в практику управління в умовах підприємств НГВУ «Надвірнанафтогаз» ВАТ «Укрнафта», ДАТ «Чорноморнафтогаз» привело до:

- підвищення надійності й обґрунтованості управлінських рішень завдяки використанню запропонованого порядку розрахунку економічного прибутку;

- спрощення розрахунку середньозваженої вартості капіталу;

- підвищення інформативності результатів аналізу ефективності використання інвестованого капіталу підприємства.

Результатом упровадження рекомендацій стало зростання прибутковості використання інвестованого капіталу названих підприємств.

Додаток А

**Генезис та історична дискусія вчених різних напрямків і течій
економічної думки щодо розвитку теорії капіталу**

[47, с. 207-208], [59, с.72-421], [81, с. 123], [123, с.455], [143], [95, с.212-213],
[173, с.22-23]

Вчений	Трактування капіталу
1	2
Античний світ	
<p>Арістотель (384-322 рр. до н.е),</p>	<p>Значно глибше, ніж його сучасники, зміг проникнути в суть економічних явищ та описати їх закономірності [173, с.22-23; 59 с.72-78; 95, с.212]. Усю господарську діяльність він поділив на економіку і хремастику залежно від способів збагачення та життєзабезпечення. Якщо «економіка» - це природна і справедлива діяльність, пов'язана з виробництвом життєво необхідних та корисних продуктів землеробства, ремесел чи дрібної торгівлі, то «хремастика» (від грецького «хрема» - майно, володіння, багатство) – діяльність, пов'язана з наживанням багатства, достатку у безмежній кількості. До такої діяльності відносились лихварські, посередницькі та великі торговельні операції. Джерелом багатства у сфері хремастики є обмін, а гроші є суттю, причиною, початком і закінченням мінових відносин. Таким чином «хремастика» полягала у вкладанні і накопиченні капіталу. І хоч термін «хремастика» не прижився в науковому вжитку, але ідеї Арістотеля стали відправним пунктом у формуванні поглядів на економічний зміст капіталу.</p>
Фізіократи	
<p>Франсуа Кене (1694-1774 р.р.)</p>	<p>Одним із перших зміг провести глибокі наукові дослідження природи капіталу. Він писав, що не гроші є капіталом, а ті засоби виробництва, які беруть участь у створенні «чистого продукту». Під «чистим продуктом» він, як і всі інші представники школи фізіократів, розумів «отриманий у землеробстві надлишок продукції, що перевищує витрати виробництва» [59, с.162]. Тільки у землеробстві задіяно продуктивний капітал, і тільки фермери є продуктивним класом. Дана теза була зумовлена тим, що на той час землеробство було панівним видом діяльності, але, як показав подальший розвиток продуктивних сил, вона виявилась помилковою. Продуктивним капітал є не тільки в землеробстві, але і в інших галузях діяльності.</p> <p>Він першим поділив капітал на основний і оборотний за виробничою ознакою. До основного капіталу, який він назиряв «початковими авансами», французький економіст відносив сільськогосподарські знаряддя, тварин, будівлі та всі інші речі, що могли використовуватись впродовж тривалого часу. Вартість насіння, кормів, оплата праці найманих робітників та інші витрати, необхідні для здійснення кожного виробничого циклу становили оборотний капітал («щорічні аванси»). Отже, якщо основний капітал служить фермеру впродовж кількох</p>

Продовження додатку А

1	2
	виробничих циклів, то оборотний – один рік. Вартість створеного сільськогосподарського продукту включає в себе не тільки вартість оборотного капіталу, який спожився під час його виготовлення, але і частину основного, що стало значним поступом в розвитку теорії капіталу.
Анн Робер Жак Тюрго (1727-1781)	<p>Досліджував проблему накопичення капіталу, що залишилась поза розглядом Ф.Кене. Тюрго вперше розділив поняття «гроші» і «капітал», вказавши на їх відмінності .</p> <p>Саме представники школи фізіократів вперше провели глибокі дослідження суті капіталу, його структури та значення у суспільному виробництві і відтворенні, хоч деякі їх твердження і були згодом визнані помилковими.</p>
Класична політична економія	
Адам Сміт (1723-1790)	<p>Друга книга, що увійшла до складу його основної праці «Дослідження про природу і причини багатства народів», присвячена дослідженню «Про природу капіталу, його нагромадження та застосування». Його вчення про економічну суть капіталу дехто з сучасників [59, с.192] вважає суперечливим, або ж навіть «кроком назад» [95, с.213]. Заперечуючи фізіократам, він вважав продуктивним не тільки той капітал, що використовується у землеробстві, але і в інших галузях матеріального виробництва. Обов'язковою ознакою капіталу вчений називав очікування прибутку. Саме цей економіст ввів у науковий обіг терміни основний і оборотний капітал. Якщо основний капітал приносить прибуток не перебуваючи в обігу і не змінюючи власника, то оборотний – тільки в процесі обігу чи зміни власника.</p> <p>До складу основного капіталу А.Сміт відносив: корисні машини, знаряддя праці, будівлі і споруди, поліпшення земель, а також набуті і корисні здібності працівників (їх кваліфікацію). Учений підкреслював важливість і необхідність підвищення кваліфікації працівників. Основний капітал може поповнюватись тільки за рахунок оборотного, і тільки з його участю може приносити прибуток власнику.</p> <p>До складу оборотного капіталу відносяться чотири складові: гроші, запаси продовольства, запаси сировини, матеріалів і напівфабрикатів, а також закінчені і ще не реалізовані готові вироби. Джерелом поповнення оборотного капіталу є продукти землі, риболовства і копалень.</p> <p>Щодо співвідношень між цими складовими, то вони, за твердженням вченого, визначаються особливостями галузі виробництва, в якій задіяно капітал. З цим погоджуються і сучасні дослідники.</p> <p>Основою накопичень капіталу А.Сміт називав бережливість і ощадливість, хоч повністю і не заперечував у цьому процесі ролі працьовитості. З розвитком економічних відносин у ринковій економіці прибуток на кожен одиницю інвестованого капіталу зменшуватиметься, оскільки ріст накопичень капіталу зменшує варіанти його прибуткового вкладення.</p>

Продовження додатку А

1	2
	Суттєвим недоліком у вченні А.Сміта стало заперечення ним участі постійного капіталу у формуванні ціни продукту праці. Він вважав, що перенесена вартість є доходом, який був одержаний на попередніх стадіях виробництва. І це дійсно було «кроком назад», оскільки на необхідність урахування частини вартості основного капіталу вказував ще Ф.Кене.
Девід Рікардо (1772-1823).	Даючи визначення капіталу, він зазначав його як «...частину багатства країни, яка використовується у виробництві і складається з їжі, одягу, інструментів, сировини, машин, усього необхідного, щоб привести в рух працю» [123, с.455]. Він розширив визначення, яке давав капіталу А.Сміт, але не погодився з тим, що в ранньому примітивному суспільстві капіталу ще не існувало, вважаючи капіталом сокири та мотики первісної людини. Дослідник розширив і теоретичні підходи щодо класифікації капіталу, зазначивши, що основою для розподілу його на основний та оборотний є період часу відтворення. Досягненням ученого є і те, що саме він звернув увагу на причини міграції капіталу між галузями діяльності, вважаючи, що причинами такого переміщення є різна величина прибутку на вкладений капітал.
Жан Батист Сей (1767-1832)	Вважав капітал одним з основних чинників виробництва. Разом з працею і землею капітал здійснює корисну послугу у створенні своєї частини цінності, за що приносить дохід капіталісту у вигляді прибутку. Французький економіст виділив категорію «людський капітал», до якої відносяться всі затрачені кошти на розвиток і виховання професіоналізму, творчих здібностей робітника, що, в кінцевому підсумку, призводить до зростання обсягів виробництва [143].
Джон Стюарт Мілль (1806-1873)	Вважав, що категорія «капітал» це всі зовнішні матеріальні складові виробництва, що, у свою чергу, є накопиченими продуктами минулої праці. Усі інші матеріальні складові виробництва, що не є продуктами праці, складають інший необхідний елемент виробництва – природні сили. Сума накопиченого капіталу залежить від двох чинників: «величини фонду, з якого може бути зроблене заощадження, і від сили схильностей, які спонукають заощаджувати» [59, с.260]. Обсяги виробничої діяльності обмежуються тільки розмірами вкладеного капіталу. Збільшуючи розміри інвестованого у виробничу діяльність капіталу можна розширити таку діяльність, а значить - розширити масштаби зайнятості, зменшивши безробіття серед робітників.
Критичний напрям у політичній економії	
Насау Вільям Сеніор (1790-1864),	Виходячи зі своєї теорії утримання, вважав, що капітал – пожертва капіталіста, який для накопичення грошових коштів відмовляється від поточного особистого споживання, так само як праця – є жертвою робітника, який утримується від спокою, дозвілля, відпочинку.
Клод Фредерік Бастіа (1801-1850),	Розробив теорію послуг, згідно з якою виробництво зводилось до обміну послугами, та концепцію «економічної гармонії».

Продовження додатку А

1	2
	<p>Авансуючи чи позичаючи капітал власник цього капіталу позбавляє себе очікуваної вигоди роблячи цим послугу іншій особі. За свою послугу утримання від негайного споживання власник капіталу очікує на відповідну винагороду. І цим пояснюється законність відсотка на капітал. Основу капіталу складають три людські здібності: уміння передбачати, розуміти та утримуватись. Капітал, за теорією К. Ф. Бастіа, це робочі інструменти, матеріали та інші запаси, без яких неможлива ніяка тривала робота.</p>
Марксизм	
<p>Карл Маркс (1818-1883)</p>	<p>Свій основний твір так і назвав - «Капітал». Не погоджуючись з матеріальним підходом до визначення суті капіталу запропонував власне розуміння капіталу як самозростаючої вартості. Вважав капітал не сукупністю засобів виробництва, а виробничими відносинами експлуатації між власниками капіталу і робітниками. Джерелом приросту капіталу називав продуктивну неоплачену працю найманих робітників.</p> <p>Маркс значно розширив і класифікацію капіталу, збільшивши кількість класифікаційних ознак. Як А.Сміт і Д.Рікардо, він теж виділяв основний і оборотний капітал, але в основу такого поділу поклав двоїстий характер праці. Окрім цього, він розрізняв постійний і змінний капітал, застосований і спожитий.</p> <p>Критерієм поділу капіталу на постійний і змінний - є вплив кожної з цих частин капіталу на створення додаткової вартості. Додатковою ж є вартість, яка складає різницю між оплаченою вартістю робочої сили та новою вартістю, що була створена робітником у процесі виробництва [59, с.334]. Отже, постійний капітал - це та частина капіталу, яка в процесі виробництва не змінює величини своєї вартості, а тому не бере участі у створенні додаткової вартості. Сюди відносяться виробничі машини, обладнання, а також необхідні для виробництва сировина і матеріали. Змінний капітал – це та частина авансованого власником капіталу, що використана ним на придбання робочої сили, і в процесі виробництва ця робоча сила відтворює не тільки власний еквівалент, але і створює більшу, тобто додану, вартість. Важливість даної класифікації Маркс пов'язував з категорією «органічної будови капіталу», яка визначається як вартісне відношенням постійної частини до змінної. Ця органічна будова стала визначальною в його аналізі зайнятості та динаміки норми прибутку.</p> <p>Аналізуючи кругообіг капіталу, німецький економіст виділив три форми капіталу: грошовий капітал (у вигляді грошей), товарний (у вигляді товару) та виробничий (у вигляді предметів та засобів виробництва). Якщо перші дві форми існують у сфері обігу, то остання - у сфері виробництва. Але разом з цим він також зазначає, що ці форми є тільки зовнішнім виявом виробничих капіталістичних відносин.</p> <p>Метою капіталістичного виробництва визначав ріст</p>

Продовження додатку А

1	2
	<p>додаткової вартості. Розрізняв норму прибутку і норму додаткової вартості. Прибуток є тільки зовнішнім проявом додаткової вартості і визначається у відсотках як відношення створеної додаткової вартості до сукупного використовуваного капіталу, а норма доданої вартості визначається відношенням цієї доданої вартості тільки до змінної частини капіталу.</p>
Ревізіонізм	
<p>Рудольф Гільфердінг (1887-1941),</p>	<p>Вважав, що на зламі XIX і XX століть капіталізм перейшов в епоху «фінансового капіталу», характеризувався тісним поєднанням банківського й промислового капіталу, і став найвищою та найабстрактнішою формою вияву капіталу. За твердженням цього вченого саме існування фінансового капіталу повинно було забезпечити можливість переходу від вільної конкуренції до планового виробництва, усунувши економічні кризи. Як і його сучасник Едуард Бернштейн (1850-1932), німецький ревізіоніст важливого значення надавав поширенню акціонерного капіталу, який мав би сприяти концентрації власності в руках великих капіталістів, звільнивши економічний розвиток від випадковостей.</p>
Нова історична школа	
<p>Карл Еміль Максиміліан Вебер (1864-1920)</p>	<p>Трагував капітал – «як раціональну форму організації людської поведінки» [59, с.421].</p>
Маржиналізм. Математична школа	
<p>Вільям Стенлі Джевонс (1835-1882)</p>	<p>Прирівнював капітал до багатства, на основі якого створюється нове багатство. Свої дослідження вчений зосередив тільки на тій частині виробничого капіталу, за допомогою якого виробляються споживчі блага. Звідси найважливішою функцією капіталу називав авансування капіталу на придбання праці з метою створення пропозиції цих споживчих благ. Тому і весь витрачений капітал він прирівнював до суми заробітної плати і речей, які отримуються у вигляді заробітної плати.</p>
Маржиналізм. Теорії граничності	
<p>Ойген фон Бем-Баверк (1851-1919)</p>	<p>Вважав, що основними чинниками виробництва є тільки природа і праця, а, значить, капітал виступає вже похідною продуктивною силою, яка виникає в результаті взаємодії первісних елементарних факторів. Саме капіталу відводиться роль узгодження та поєднання цих первісних продуктивних сил. Звідси наявність капіталу не є необхідною для здійснення виробництва, а тому виробництво буває двох видів: безпосереднє (без участі капіталу) і опосередковане (за якого використовується капітал). Використання капіталу дає можливість досягнути більших результатів виробництва аніж максимально можливий результат за умов безпосереднього виробництва. З цим пов'язана така властивість капіталу як його продуктивність. Свої уявлення про суть капіталу О. Бем-Баверк виклав у праці «Позитивна теорія капіталу». Заперечуючи</p>

Продовження додатку А

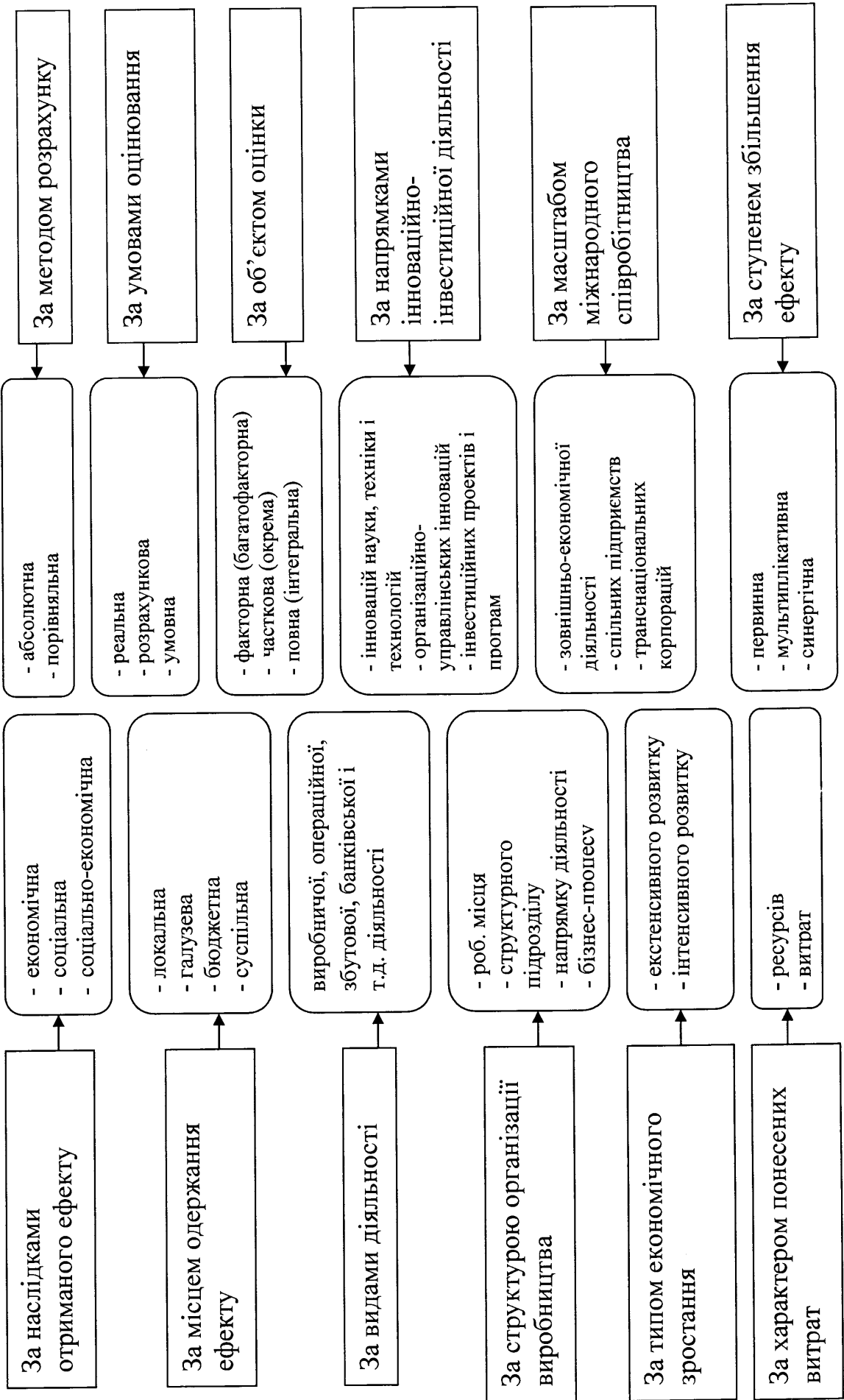
1	2
	<p>К.Марксу, основною причиною зростання вартості капіталу Бем-Баверк називав час, впродовж якого здійснюється кругообіг капіталу, а сам капітал є результатом і виробництва, і заощаджень. Для створення додаткової вартості капітал є необхідним нарівні з працею. Капітал є специфічним ресурсом виробництва впродовж певного часу, його вартість не може бути точно оцінена в грошовому вимірнику, а величина відсотка на капітал залежить від його величини та від проміжку часу, коли він використовується. Щодо класифікації капіталу, то вчений поділяв капітал на приватний і суспільний. Якщо до приватної частини він відносив всі ті засоби, що призначались для придбання необхідних благ, то до складу суспільного (виробничого), що є похідним від попереднього, відносились всі проміжні продукти, необхідні для виробничого використання. Це і будівля, споруди, виробничі прилади й інструменти, транспорт, сировина і матеріали, грошові кошти і т.д.</p>
Маржиналізм. Неокласична економічна теорія	
<p>Альфред Маршалл (1842-1924)</p>	<p>Серед чинників виробництва він виділяв чотири: землю, працю, капітал і організацію, хоч разом із цим зазначав, що капітал і організація є похідними від людини (результат її роботи). Визначав капітал як «сукупність речей, без яких виробництво не могло б здійснюватись з рівною ефективністю, але які не є безплатними дарами природи» [47, с. 207-208]. Основним властивостями капіталу економіст називав дві: «здатність виробляти і здатність нагромаджувати» [81, с. 123].</p>
<p>Джон Бейтс Кларк (1847 – 1933),</p>	<p>Визначав капітал як незліченну кількість благ, які постійно змінюють одне одного, і завжди мають певну вартість. Він першим провів розмежування понять «капітал» і «капітальні блага». Якщо капітал є необмеженим в часі, то капітальні блага не є вічними, з часом вони знищуються, на зміну їм приходять нові. Якщо капітал легко може переміщуватись між галузями діяльності, то капітальні блага до цього не здатні. Виходячи з цього, серед основних чинників виробництва Д.-Б. Кларк називав грошовий капітал, капітальні блага, працю і підприємницьку діяльність.</p>
Маржиналізм. Київський університет	
<p>Микола Християнович Бунге (1823-1895),</p>	<p>Визнавав капітал як повністю самостійну продуктивну силу виробництва (поряд із працею і природою), що є накопиченим результатом продуктів останніх.</p>
<p>Григорій Матвійович Цехановецький (1833- 1898),</p>	<p>Погоджувався з науковцями, зокрема М.Х. Бунге, які вважали капітал категорією позаісторичною, і стверджував, що причиною утворення капіталу є відмова людей від поточного споживання в даний момент часу з метою одержання майбутніх вигод. Сам капітал, на його думку, є сукупністю тих предметів, матеріалів і т.д., що посилюють та сприяють виробництву.</p>
Кейнсіанство	
<p>Джон Мейнард Кейнс (1883-1946)</p>	<p>Опосередковано займався дослідженнями капіталу, оскільки центральне місце в них займав сукупний попит та рівноважні</p>

Продовження додатку А

1	2
	<p>стани економіки. Зокрема він узалежнював існування капіталу від споживання. Як тільки людина зменшує власне споживання в результаті психологічної схильності до заощадження, то це скорочує не тільки попит на споживчі товари, але й скорочує попит на капітал. Такий капітал виступає додатковим джерелом самофінансування. Важливе місце в теорії Кейнса займають і дослідження граничної ефективності капіталу, яка, разом з величиною норми відсотка, є основними чинниками рівня інвестування. Цю граничну ефективність капіталу Дж. Кейнс визначав як очікувану граничну прибутковість, яка оцінюється виходячи з очікуваного, а не поточного прибутку.</p>
<p>Джеймс Едуард Мід (1907-1995)</p>	<p>Не оминули своєю увагою суть капіталу і неокласики, оскільки методологічну основу їх теорії економічного зростання становить теорія факторів виробництва. Як і деякі їх попередники, основними самостійними чинниками виробництва вони називали працю, землю і капітал. Але, у свою чергу, до капіталу вони включали тільки основні засоби виробництва. Так, засновник теорії економічного зростання Джеймс Едуард Мід (1907-1995) до капіталу відносив взагалі тільки виробничі машини.</p>
<p>Кейнсіансько-неокласичний напрям</p>	
<p>Джон Річард Хікс (Англія, 1904-1989)</p>	<p>Вважав причиною утворення капіталу превалювання поточного доходу над майбутнім, і як наслідок – вивів норму відсотка як певну ціну капіталу, що фігурувала у термінових справах. Його розрахунок базувався на відносинах, що склались на товарних ринках і ринку капіталу [164].</p>

Додаток Б

Класифікація видів ефективності



Джерело: [39, с. 36-362], [40, с. 515-519], [169, с. 500], [33, с.148], [100 с.113-115], [43, с.453-455], [80, с.517-518]:

1. За наслідками отриманого ефекту виділяють економічну, соціальну та соціально-економічну ефективність.

Економічна ефективність проявляється через економічні ефекти. У свою чергу економічні ефекти полягають у результатах впливу чи економічного процесу загалом або його окремих елементів на результат функціонування всієї економічної системи. Ці ефекти вимірюються у вартісних показниках: збільшення обсягу виготовленої продукції, зниження собівартості продукції, зниження матеріаломісткості, фондомісткості продукції, підвищення продуктивності праці, збільшення одержаного прибутку. Метою економічної ефективності Дзюбик С.Д., Ривак О.С. називають «необхідність отримати за мінімальних витрат максимальну віддачу від обмежених виробничих ресурсів, що знаходяться у розпорядженні суспільства» [37 с.23].

Соціальна ефективність виявляється через соціальні ефекти: збільшення кількості робочих місць, покращення умов праці та відпочинку працівників, скорочення тривалості робочого тижня, покращення безпеки праці, тощо. Окрім позитивних, соціальні ефекти діяльності підприємства можуть бути і негативними (ріст безробіття, погіршення умов праці, інфляція і т.д).

Соціально-економічна ефективність відображає одержання економічного ефекту за умови дотримання обумовлених параметрів соціального ефекту.

2. За місцем одержання ефекту ефективність поділяється на локальну, галузеву, бюджетну, суспільну.

Локальна – відображає комерційний результат діяльності конкретного підприємства.

Галузева – ґрунтується на ефекті в межах галузі виробництва чи споживання продуктів (порівнюються підприємства-конкуренти з метою вибору найоптимальніших умов для виготовлення конкретного продукту).

Бюджетна ефективність відображає співвідношення результату та витрат певного рівня бюджету (місцевого, державного, зведеного).

Суспільна – відображає ефективність усього суспільного виробництва, яке враховує створення усіх наявних продуктів.

Система критеріїв, на основі яких проводяться розрахунки на мікро- і макрорівнях, як правило, істотно відрізняються.

3. За видами діяльності виділяють ефективність виробничої, операційної, збутової, торгової, страхової, банківської і т.д. діяльності. Специфічність умов кожного виду діяльності вимагає і особливостей в методології оцінки ефективності.

4. За структурою організації виробництва підвидами є: ефективність робочого місця, структурного підрозділу (дільниці, цеху), напрямку діяльності, бізнес-процесу.

5. За типом економічного зростання: ефективність екстенсивного і інтенсивного розвитку.

6. За характером понесених витрат: ефективність ресурсів і ефективність поточних витрат.

7. За методом розрахунку: ефективність абсолютна і порівняльна.

Абсолютна ефективність характеризує ефективність діяльності суб'єкта господарювання загалом за певний проміжок часу

За допомогою порівняльної ефективності порівнюються можливі варіанти та обирається кращий з них на основі виявлених переваг.

8. За умовами оцінювання: ефективність реальна, розрахункова та умовна.

Реальна – розраховується виходячи з фактичних звітних бухгалтерських даних.

Розрахункова – враховується на основі планових або бюджетних даних, які були отримані в результаті відповідних розрахунків.

Умовна ефективність буде отримана у випадку, якщо розрахунок здійснюється на основі умовних даних, наприклад ефективність підрозділу на основі умовно розподілених на нього непрямих витрат. 201

9. За об'єктом оцінки: ефективність факторна (багатофакторна), часткова (окрема), повна (інтегральна).

10. За напрямками інноваційно-інвестиційної діяльності: ефективність інновацій науки, техніки і технології; організаційно-управлінських інновацій; інвестиційних проєктів і програм.

11. За масштабом міжнародного співробітництва: ефективність зовнішньоекономічної діяльності, спільних підприємств, транснаціональних корпорацій.

12. За ступенем збільшення ефекту: ефективність первинна, мультиплікативна, синергічна.

Практично будь-яка діяльність призводить до певного ефекту, який може бути або одноразовим, або ж повторюваним чи й примножуваним.

Первинна ефективність відображає одержаний початковий ефект від здійснення діяльності чи проведення певних заходів.

Якщо ця діяльність не припиняється, а заходи повторюються на цьому й, можливо, на інших підприємствах, - має місце мультиплікативна ефективність. Ефектами мультиплікативної ефективності можуть бути наступні: ефект «стартового вибуху», дифузійний, акселерації, резонансний, або ж певні супровідні можливості.

Ефект «стартового вибуху» має місце тоді, коли певний «вибух» дає початок лавиноподібного примноження ефекту в тій самій галузі, де стався «вибух» або і в інших галузях.

Дифузійний ефект відображає поширення певної технічної, технологічної економічної, організаційної чи соціальної інновації, управлінського рішення з даної галузі на інші, в результаті чого проходить його мультиплікація (клонування).

Ефект акселерації відображає прискорення темпів розповсюдження і застосування певного конкретного позитивного результату.

Резонансний ефект реалізується тоді, коли певна інновація однієї галузі стимулює розвиток своїх інновацій в інших галузях.

202

Супровідні можливості теж немаловажні в процесі дослідження ефективності. Це можливості додаткового використання різних побічних і проміжних ефектів (результатів, продуктів), наприклад побутових і виробничих відходів.

На практиці дуже важко розмежувати окремі форми мультиплікативної ефективності, оскільки вони існують у тісному діалектичному зв'язку, разом формуючи інтегральний мультиплікативний ефект.

Синергічна ефективність має місце тоді, коли загальний ефект від впровадження певних інновацій, управлінських рішень, тощо перевищує арифметичну суму впливу кожного нововведення окремо, оскільки кожне підсилює вплив інших.

Додаток В
Порівняльний аналіз підходів до розрахунку окремих показників рентабельності

Автори	Рентабельність активів (ROA)	Рентабельність власного капіталу (ROE)	Рентабельність акціонерного капіталу
1	2	3	4
Білик М.Д., Павловська О.В. та ін. [160, с.451-452]	Чистий прибуток / валюта балансу	Чистий прибуток / власний капітал	-
Бойчик І.М., Харів П.С., Хопчан М.І., Піча Ю.В. [42, с.226-228]	(Чистий прибуток / загальну суму активів) x 100 %	(Чистий прибуток / власний капітал) x 100 %	-
Дамодаран А. [34, с.58-60]	(прибуток до виплати відсотків і податків) x (1 – податкова ставка) / сукупні активи	чистий прибуток / балансова вартість власного капіталу	-
Кіндрацька Г.І., Білик М.С., Загородній А.Г. [63, с.442-443]	Чистий прибуток / середньорічна вартість активів	Чистий прибуток / середньорічна вартість власного капіталу	-
Кірейцев Г.Г. [161, с.390-393]	Чистий прибуток/ ((активи на поч.+активи на кінець)/2) x 100	Чистий прибуток/ ((власний капітал на поч. + на кінець)/2) x 100	-
Манів З.О., Луцький І.М. [80, с.505-507]	(загальний (чистий) прибуток за рік)/середня сума активів за річним балансом) x 100	(чистий прибуток/ власний капітал) x 100	(чистий прибуток/ статутний капітал (номінальна вартість проданих акцій)x100
Незамайкин В.Н. [89, с.194-195]	Прибуток до оподаткування/ ((активи на поч.+активи на кінець)/2)	Чистий прибуток/ ((власний капітал на поч. + на кінець)/2)	-

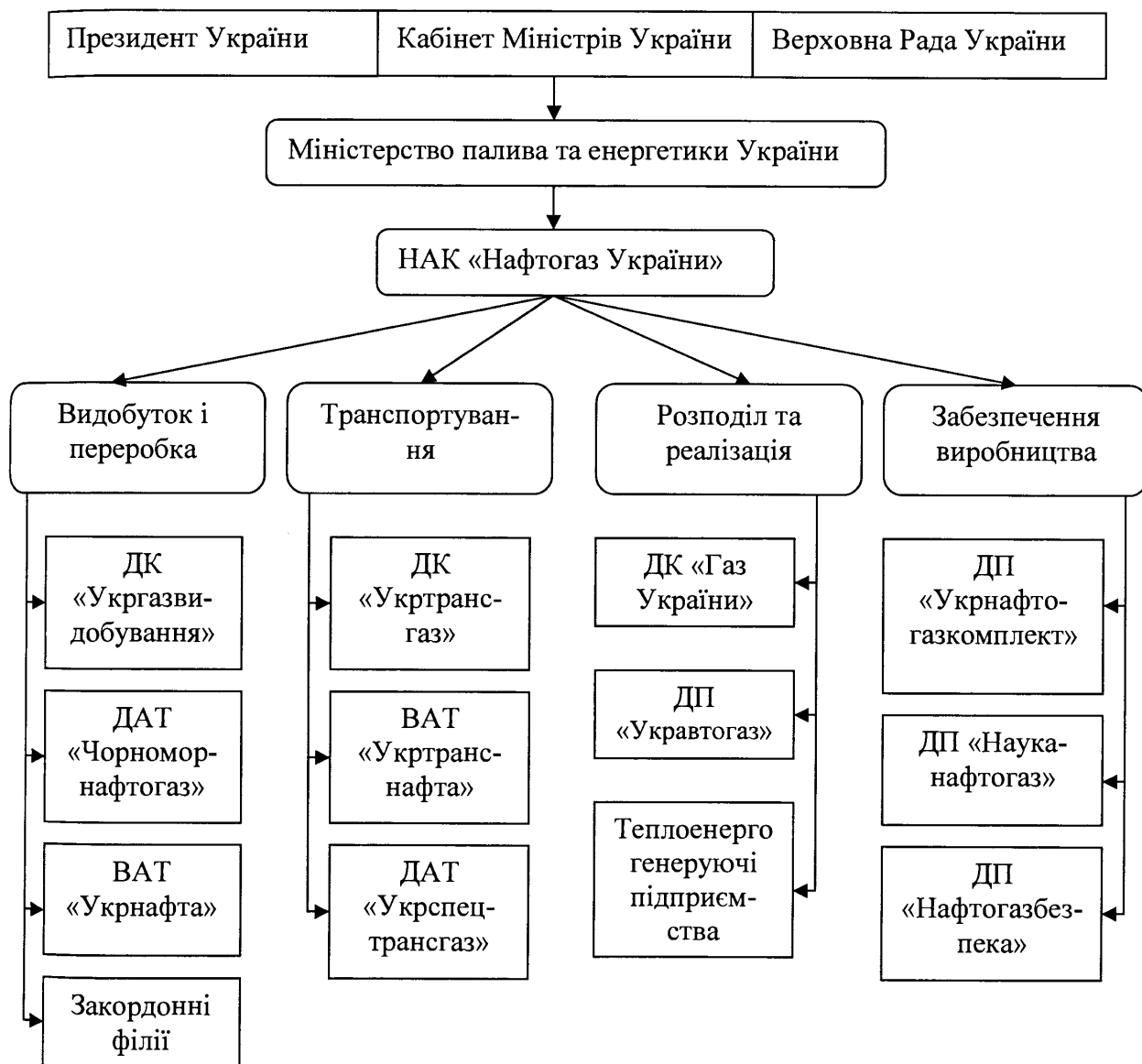
Продовження додатку В

1	2	3	4
Петрович Й.М., Кіт А.Ф., Семенів О.М. та ін. [41, с.427-429]	(Балансовий (чистий) прибуток / вартість майна) x 100%	(Балансовий (чистий) прибуток / власні засоби) x 100%	-
Савицька Г.В. [129, с.533-535]	Чистий прибуток + відсотки за кредит(1-ставка податку на прибуток)/середня сума сукупних активів	Чистий прибуток / власний капітал	Чистий прибуток – дивіденди власникам привілейованих акцій / вартість акціонерного капіталу за звичайними акціями
Сичова Г.І., Колбачев Е.Б. то ін.. [154, с.297-298]	Чистий прибуток / середні сукупні активи	-	Чистий прибуток / власний капітал
Сідун В.А., Пономарьова Ю.В. [149, с.390]	(прибуток/середня сума активів підприємства) x 100%	(чистий прибуток/ власний капітал) x 100%	(чистий прибуток/ власний капітал) x 100%
Уолш К. [157, с.64-67]	Чистий прибуток / валюта балансу	Чистий прибуток / власний капітал	-
Ферріс К., Петті П.Б.[159, с.28-31]	Чистий дохід/сумарні активи	-	Чистий прибуток – дивіденди власникам привілейованих акцій / вартість акціонерного капіталу
Шваб Л.І. [169, с. 501]	Прибуток до оподаткування (або чистий прибуток)/ середньорічна вартість активів	Чистий прибуток / власний капітал	Чистий прибуток / статутний капітал

Умовні позначення:

- інформація відсутня

Додаток Д

Структура ПАТ «НАК «Нафтогаз України»¹

¹ Джерело: офіційний сайт компанії ПАТ «НАК «Нафтогаз України» [153]

Додаток Е. 1
Розрахунок інвестованого капіталу ПАТ «НАК «Нафтогаз України» по пасиву, тис грн.

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Статутний капітал	5 564 710	5 564 710	5 564 714	5 564 714	5 564 714	5 564 714	5 564 714	5 564 714	24 164 714
Додатковий вкладений капітал	287 930	389 365	517 039	-	-	-	-	-	-
Інший додатковий капітал	40 222,60	40 142,40	-	968 531	1 268 676	1 571 180,9	3 647 645,6	5 156 672	1 085 872
Резервний капітал		797,7	1 443	2 157,1	3 625	106 719	253 036,7	838 558	953 918
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	-668 859	-361 681	2 821 960	2 847 389	2 361 519	4 249 177,9	-61 765 38	44 560 47	64 778 15
Неоплачений капітал	-	-	-	-484,2	-484	-484,2	-	-	-
Довгострокові кредити банків	8 716	8 771,80	568 871	2 843 865	4 799 672	6 413 500	7 591 715,5	11 791 170	2 396
Інші довгострокові фінансові зобов'язання	239 944	168 430	157 255	115 107	3 136 089	3 136 089,4	2 719 537,5	3 248 544	1 278 047
Короткострокові кредити банків	315 442	529 825	967 237	500 493	331 987	1 815 499,2	7 408 34,70	1 957 622 4	2 634 201 1
Всього капітал	5 788 106	6 340 361	10 598 519	12 841 772	17 465 797	22 856 396	14 340 946	50 632 539	81 580 133

Додаток Е. 2
Розрахунок інвестованого капіталу ПАТ «НАК «Нафтогаз України» по активу, тис грн.

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Чисті операційні оборотні активи	-1 482 203	-2 876 733	-2 260 393	-2 591 207	-4 760 728	-1 217 959	-15 062 537	22 614 175	42 905 505
Операційні оборотні активи	22 265 055	21 951 162	19 441 070	19 646 034	20 014 357	17 294 223	18 502 013	39 046 150	64 876 255
Безвідсоткові поточні зобов'язання	23 747 258	24 827 895	21 701 463	22 237 241	24 775 085	18 512 182	33 564 550	16 431 975	21 970 750
Основні засоби	32 870	43 731	67 332	108 541	146 288	138 105,8	127 277,9	125 954	127 641
Інші чисті операційні активи	-363 863	878 768	553 696	1 011 224	1 259 152	-670 701	-98 814	-2 204 921	-2 007 916
Інші операційні активи	192 728	170 734	56 645	126 859	192 478	328 466	408 245	546 678	848 609,0
Непоточні безвідсоткові зобов'язання	1 747 180	625 366	717 260	2513434,9	2 192 929	2027272,1	1396486,3	4622784	5 500 969
Чисті відстрочені податки	1 190 590	1 333 400	1 214 310	3 397 800,0	3 259 603	1 028 105,3	889 427,0	1 871 185	2 644 444
Інвестований капітал в операційну діяльність	-1 813 196	-1 954 234	-1 639 365	-1 471 442	-3 355 288	-1 750 554	-15 034073	20 535 208	41 025 230

Продовження додатка Е. 2

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Інвестований капітал в неопераційну діяльність	7 601 302	8 294 595	12 237 885	14 313 214	20 821 085	24 606 951	29 375 019	30 097 331	40 554 903
Довготермінові фінансові інвестиції:	5 395 948	6 346 573	10 440 248	12 740 711	19 586 381	20 752 640	23 010 554	24 967 900	36 242 510
які обліковуються за методом участі в капіталі інших підприємств	4 939 720	6 147 640	10 215 600	12 518 958	19 374 399	20540658,5	22799288,0	24 756 544	25 655 606
інші фінансові інвестиції	456 228	198 933	224 648	221 753	211 982	211 981,7	211 266,1	211 356	10 586 904
Довготермінова дебіторська заборгованість	2 192 740	1 934 780	1 760 830	1 547 968	1 220 756	3 799 100	5 473 124,3	4 151 905	3 406 887
Поточна дебіторська заборгованість за вексялями одержаними	12 614,10	12 614,1	12 614,1	-	-	949,6	855 788	942 578	905 206
Поточна дебіторська заборгованість за нарахованими доходами	-	627,5	24 192,70	24 534,7	13 948	54 260,80	35 551,90	34 948	300
Всього капітал	5 788 106	6 340 361	10 598 520	12 841 772	17 465 797	22 856 396	14 340 946	50 632 539	81 580 133

Структура інвестованого капіталу ПАТ «НАК «Нафтогаз України» по пасиву, %

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Стагунтний капітал	96,14	87,77	52,50	43,33	31,86	24,35	38,80	10,99	29,62
Додатковий вкладений капітал	4,97	6,14	4,88						
Інший додатковий капітал	0,69	0,63		7,54	7,26	6,87	25,44	10,18	13,31
Резервний капітал	0,00	0,01	0,01	0,02	0,02	0,47	1,76	1,66	1,17
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	-11,56	-5,70	26,63	22,17	13,52	18,59	-43,07	8,80	7,94
Неоплачений капітал				0,00	-0,003	-0,002			
Довгострокові кредити банків	0,15	0,14	5,37	22,15	27,48	28,06	52,94	23,29	
Інші довгострокові фінансові зобов'язання	4,15	2,66	1,48	0,90	17,96	13,72	18,96	6,42	15,67
Короткострокові кредити банків	5,45	8,36	9,13	3,90	1,90	7,94	5,17	38,66	32,29
Разом	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Співвідношення основних складових інвестованого капіталу ПАТ «НАК «Нафтогаз України» по активу, %

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Чисті операційні оборотні активи	81,75	147,21	137,88	176,10	141,89	69,58	100,19	110,12	104,58
Основні засоби	-1,81	-2,24	-4,11	-7,38	-4,36	-7,89	-0,85	0,61	0,31
Інші чисті операційні активи	20,07	-44,97	-33,77	-68,72	-37,53	38,31	0,66	-10,74	-4,89
Інвестований капітал в операційну діяльність	-31,33	-30,82	-15,47	-11,46	-19,21	-7,66	-104,83	40,56	50,29
Інвестований капітал в неопераційну діяльність	131,33	130,82	115,47	111,46	119,21	107,66	204,83	59,44	49,71
Довготермінові фінансові інвестиції	70,99	76,51	85,31	89,01	94,07	84,34	78,33	82,96	89,37
Довготермінова дебіторська заборгованість	28,85	23,33	14,39	10,81	5,86	15,44	18,63	13,79	8,40
Поточна дебіторська заборгованість за векселями одержаними	0,17	0,15	0,10			0,004	2,91	3,13	2,23
Поточна дебіторська заборгованість за нарахованими доходами		0,01	0,20	0,17	0,07	0,22	0,12	0,12	0,00
Разом	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Додаток Ж

Значення показників ліквідності ПАТ «НАК «Нафтогаз України»

Показники	коефіцієнт абсолютної ліквідності	коефіцієнт швидкої ліквідності	коефіцієнт поточної ліквідності
2001	0,006	0,858	0,887
2002	0,013	0,770	0,866
2003	0,015	0,818	0,859
2004	0,021	0,787	0,865
2005	0,037	0,737	0,798
2006	0,041	0,832	0,853
2007	0,012	0,547	0,565
2008	0,056	0,830	1,112
2009	0,025	0,741	1,362

Додаток З. 1

Розрахунок інвестованого капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз» по пасиву, тис грн.

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Статутний капітал	376 516	376 516,0	376 516,0	376 516,0	376 516	376 516	376 516	376 516	376 516
Інший додатковий капітал	727 637	718 233,0	681 159,0	677 617,0	676 865	676 241	671 780	661 182	658 775
Резервний капітал	25 470	37 360,7	40 500,7	42 144,3	44 397	47 169	54 442	54 814	54 965
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	94 118	154 350,0	222 791,0	298 166,0	328 368	468 641	467 038	469 630	481 733
Довгострокові кредити банків	853	853,0	853,0	56 559,6	91 753	65 782	247 614	389 857	271 474
Інші довгострокові фінансові зобов'язання (облігації)			30 000,0	1 998,0			60 148	60 101	
Короткострокові кредити банків							12 803,10	5 000	9 000
Поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями				29 853,0	30 282,50	17 314,30	17 314,20	45 296	18 582 7
Всього капітал	1 224 593	1 287 313	1 351 820	1 482 854	1 548 180	1 651 663	1 907 655	2 062 396	2 038 290

Додаток 3. 2

Розрахунок інвестованого капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз» по активу, тис грн.

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Чисті операційні оборотні активи	292 383	354 990	390 895	435 406,9	341 413	474 158	499 364	418 069	273 784
Операційні оборотні активи	468 871	505 545	559 847	621 881,1	505 320	558 537	740 880	739 489	615 753
Безвідсоткові поточні зобов'язання	176 488	150 556	168 952	186 474,2	163 907	84 379	241 516	321 420	341 969
Основні засоби	802 872	802 715	837 389	871 361,0	913 914	901 771	927 946	1 132 320	1 176 275
Інші чисті операційні активи	117 023	125 217	105 128	153 788	164 531	155 435	364 726	377 682	412 253
Інші операційні активи	109 731	128 860	116 094	164 368,8	163 834	203 616	411 143	446 388	469 620
Непоточні безвідсоткові зобов'язання			1 924	1 1868,0	13 801	55 722,5	57 294,6	61 240	58 511
Чисті відстрочені податки	7 292,0	-3 642,4	-9 043	1 287	14 498	7 541	10 876,7	-7 466,0	1 144
Інвестований капітал в операційну діяльність	1 212 278	1 282 922	1 333 412	1 460 556	1 419 858	1 531 364	1 792 036	1 928 071	1 862 312

Продовження додатку 3. 2

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Інвестований капітал в неопераційну діяльність	12 316	4 391	18 408	22 298	128 322	120 299	115 619	134 325	175 978
Довготермінові фінансові інвестиції :	11 097	542	15 380	19 172	21 983	25 769	25 362	23 479	23 517
які обліковуються за методом участі в капіталі інших підприємств	11 097		13 813,9	17 208,8	19 968	23 753	23 346	21 596	21 634
інші фінансові інвестиції		542	1 565,9	1 963,2	2 016	2 016	2 016	1 883	1 883
Довготермінова дебіторська заборгованість	229	885,7	3 027,8	3 125,6	106 339	94 530	90 257	110 846	152 461
Поточна дебіторська заборгованість за векселями одержаними	990	2 963,4							
Всього капітал	1 224 593	1 287 313	1 351 820	1 482 854	1 548 180	1 651 663	1 907 655	2 062 396	2 038 290

Додаток 3. 3

Структура інвестованого капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз» по пасиву, %

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Статутний капітал	30,75	29,25	27,85	25,39	24,32	22,80	19,74	18,26	18,47
Інший додатковий капітал .	59,42	55,79	50,39	45,70	43,72	40,94	35,21	32,06	32,32
Резервний капітал	2,08	2,90	3,00	2,84	2,87	2,86	2,85	2,66	2,70
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	7,69	11,99	16,48	20,11	21,21	28,37	24,48	22,77	23,63
Довгострокові кредити банків	0,07	0,07	0,06	3,81	5,93	3,98	12,98	18,90	13,32
Інші довгострокові фінансові зобов'язання зобов'язання (облігації)			2,22	0,13			3,15	2,91	
Короткострокові кредити банків							0,67	0,24	0,44
Поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями				2,01	1,96	1,05	0,91	2,20	9,12
Разом	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Додаток И. 1

Розрахунок інвестованого капіталу ВАТ «Укрнафга» по пасиву, тис грн.

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Статутний капітал	13 557	13 557	13 557	13 557	13 557	13 557	13 557	13 557	13557
Інший додатковий капітал	1 366 000	1 362 200	1 357 650	1 328 708	1 325 602	1 322 422	1 383 581	1 391 837	1412104
Резервний капітал	3 389	3 389	3 389	3 389	3 389	3 389	3 389	3 389	3 389
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	2584800	3034970	3924970	5197867	5730518	6277206	7516302	8960073	9343018
Довгострокові кредити банків		317		534 784	443 053	975 330	804 648		358006
Короткострокові кредити банків	45000	95834						150000	
Поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями								966 639	
Всього капітал	4 012 746	4 510 267	5 299 566	7 078 305	7 516 119	8 591 904	9 721 477	11485495	11130074

Додаток И. 2

Розрахунок інвестованого капіталу ВАТ «Укрнафта» по активу, тис грн.

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Чисті операційні оборотні активи	467 023	553 840	304 770	1 122 471	1 178 765	1 201 380	1 906 108	3 628 543	3 431 694
Операційні оборотні активи	984 988	1 013 492	1 261 158	2 230 226	1 717 514	2 002 469	2 713 149	5 039 881	10993 871
Безвідсоткові поточні зобов'язання	517 965	459 652	956 388	1 107 755	538 749	801 089	807 041	1 411 338	7 562 177
Основні засоби	2 681 850	3 005 800	3 000 170	4 502 453	5 330 773	6 133 941	6 319 034	6 396 466	6 505 270
Інші чисті операційні активи	615 761	680 060	1 708 598	1 162 941	880 547	1 146 806	1 362 330	1 281 271	1 005 446
Інші операційні активи	538 969	556 338	1 505 847	986 188	703 053	904 213	1 159 107	1 320 199	1 196 195
Непоточні безвідсоткові зобов'язання	27 084	19 176	9 059	1 586	1 332	1 258		568	498
Чисті відстрочені податки	103 876	142 898	211 810	178 339	178 826	243 851	203 223	-38 360	-190 251
Інвестований капітал в операційну діяльність	3 764 634	4 239 700	5 013 538	6 787 865	7 390 085	8 482 127	9 587 472	11306 280	10942 410

Продовження додатка И. 2

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Інвестований капітал в неопераційну діяльність	248 112	270 567	286 028	290 440	126 034	109 777	134 005	179 215	187 664
Довготермінові фінансові інвестиції: які обліковуються за методом участі в капіталі інших підприємств	185 806	208 315	261 357	270 499	109 737	92 811	118 561	142 236	153 370
інші фінансові інвестиції	141 282	136 000	146 477	146 477	85 326	74 666	100 415	124 090	135 224
Довготермінова дебіторська заборгованість	44 524	72 315	114 880	124 022	24 411	18 145	18 146	18 146	18 146
Поточна дебіторська заборгованість за векселями одержаними	18 759	21 520	19 214	18 738	14 003	14 934	14 402	9 920	8 282
Поточна дебіторська заборгованість за нарахованими доходами	43 506	40 732	5 457	1 203	2 294	1 739	838	3 588	838
Поточна дебіторська заборгованість за нарахованими доходами	41					293	204	23 471	25 174
Всього капітал	4 012 746	4 510 267	5 299 566	7 078 305	7 516 119	8 591 904	9 721 477	11 485 495	11 130 074

Структура інвестованого капіталу ВАТ «Укрнафта» по пасиву, %

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Статутний капітал	0,34	0,30	0,26	0,19	0,18	0,16	0,14	0,12	0,12
Інший додатковий капітал	34,04	30,20	25,62	18,77	17,64	15,39	14,23	12,12	12,69
Резервний капітал	0,08	0,08	0,06	0,05	0,05	0,04	0,03	0,03	0,03
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	64,41	67,29	74,06	73,43	76,24	73,06	77,32	78,01	83,94
Довгострокові кредити банків		0,01	0,00	7,56	5,89	11,35	8,28	0,00	3,22
Короткострокові кредити банків	1,12	2,12						1,31	0,00
Поточна заборгованість за довгостроковими зобов'язаннями								8,42	0,00
Разом	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Структура інвестованого капіталу ВАТ «Укрнафта» по активу, %

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Чисті операційні оборотні активи	12,41	13,06	6,08	16,54	15,95	14,16	19,88	32,09	31,36
Основні засоби	71,24	70,90	59,84	66,33	72,13	72,32	65,91	56,57	59,45
Інші чисті операційні активи	16,36	16,04	34,08	17,13	11,92	13,52	14,21	11,33	9,19
Інвестований капітал в операційну діяльність	93,82	94,00	94,60	95,90	98,32	98,72	98,62	98,44	98,31
Інвестований капітал в неопераційну діяльність	6,18	6,00	5,40	4,10	1,68	1,28	1,38	1,56	1,69
Довготермінові фінансові інвестиції	74,89	76,99	91,37	93,13	87,07	84,55	88,48	79,37	81,73
Довготермінова дебіторська заборгованість	7,56	7,95	6,72	6,45	11,11	13,60	10,75	5,54	4,41
Поточна дебіторська заборгованість за векселями одержаними	17,53	15,05	1,91	0,41	1,82	1,58	0,63	2,00	0,45
Поточна дебіторська заборгованість за нарахованими доходами	0,02					0,27	0,15	13,10	13,41
Разом	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Додаток К. 1

Класифікація облігацій в Україні відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [120]

В залежності від емітента	<ul style="list-style-type: none"> - облігації підприємств; - облігації місцевих органів влади - облігації держави
За виплатою відсотків	<ul style="list-style-type: none"> - відсоткові - безвідсоткові (цільові, дисконтні)
За формою існування	<ul style="list-style-type: none"> - документарні - бездокументарні
За формою випуску	<ul style="list-style-type: none"> - іменні - на пред'явника
За наявністю забезпечення	<ul style="list-style-type: none"> - незабезпечені - забезпечені (іпотечні)
За наявністю права на достроковий викуп	<ul style="list-style-type: none"> - з фіксованим терміном погашення (не викупні) - викупні
За формою погашення	<ul style="list-style-type: none"> - погашення грошовими коштами - погашення іншими видами активів
За (валютою) грошовою одиницею номіналу (продажу)	<ul style="list-style-type: none"> - виражені в національній валюті - виражені в іноземній валюті
За використанням андеррайтинга	<ul style="list-style-type: none"> - з використанням - без залучення посередника

Додаток К. 2

Класифікація облігацій в залежності від емітентів

Облігації підприємств

За формою погашення

- конвертовані
- неконвертовані

Облігації місцевих позик

За місцем розміщення

- Внутрішніх місцевих позик
- Зовнішніх місцевих позик

Державні облігації України

За місцем розміщення

- облігації внутрішніх державних позик України
- зовнішніх державних позик України

За призначенням (метою випуску)

- нецільові облігації внутрішніх державних позик
- цільові облігації внутрішніх державних позик

За терміном розміщення

- довгострокові - понад п'ять років;
- середньострокові - від одного до п'яти років;
- короткострокові - до одного року.

Додаток Л. 1

Поглиблений аналіз цінова модель оцінки капітальних активів (САРМ)

За розробку цієї моделі її авторам, професорові Геррі Марковіц та професорові Уільяму Шарпу у 1990 році присуджено Нобелівську премію. На сьогодні, вартість простих акцій найчастіше оцінюється з використанням цієї моделі. Необхідними для її використання передумовами є стабільність ринкової економіки та наявність достатньої кількості даних про прибутковість роботи конкретного підприємства. В основу даної моделі закладено економіко-статистичні методи, що досить таки ускладнює розрахунки, проте одержані результати вважаються досить точними.

Основною ідеєю даної моделі є гіпотеза, що вартістю власного капіталу є альтернативна дохідність аналогічних акцій з таким самим рівнем ризику. Тому цю тезу можна зобразити у вигляді наступної рівності [24, с. 220]:

$$k_s = k_{RF} + S_R ; \quad (M. 1)$$

де k_s – вартість власного капіталу, яка відображає рівень його прибутковості;

k_{RF} – безризикова ставка;

S_R – премія за ризик.

Безризикова ставка дохідності відображає компенсацію знецінення купівельної спроможності грошових коштів через інфляцію та споживче нетерпіння інвестора в умовах максимально мінімізованого в даних умовах ризику. Премія ж за ризик показує додаткову плату за те, що інвестор погоджується прийняти ризик акціонерного капіталу даного конкретного підприємства. Її величина визначається двома чинниками: середнім рівнем на ринку додаткової прибутковості за ризик та коректуваннями цієї середньоринкової ставки на відхилення ризиковості акцій даного підприємства від середньоринкового рівня ризику.

Тому можемо сказати, що модель САРМ ґрунтується на оцінюванні ризику інвестування в конкретне підприємство порівняно з загально ринковим рівнем ризику.

За цією моделлю очікувана акціонерами вартість капіталу визначається за формулою [17, с. 233]:

$$k_s = k_{RF} + (k_M - k_{RF}) \beta ; \quad (M. 2)$$

де k_s – вартість власного капіталу;

де k_{RF} – безризикова ставка;

k_M – очікувана дохідність ринкового портфеля;

β – коефіцієнт β для конкретної акції.

Таким чином, шукана вартість акцій дорівнює нормі прибутку в умовах відсутності ризику (k_{RF}) та премії за ризик на акції із середнім ризиком ($k_M - k_{RF}$), скориговану на ризиковість даної акції, відображену через коефіцієнт β . При цьому до уваги береться тільки недиверсифікований ризик.

Звідси, основне припущення цінової моделі оцінки капітальних активів полягає в тому, що необхідна ставка прибутковості цінного паперу дорівнює величині безризикової ставки, збільшеній на величину премії за систематичний недиверсифікований ризик.

Диверсифікованою є та частина ризику цінних паперів, яку можна зменшити через правильно підібрану диверсифікацію. Його ще інколи називають несистематичним ризиком. Тоді недиверсифікованою є та частина ризику, яку неможливо уникнути жодною диверсифікацією. За аналогією, цей ризик є систематичним. У зв'язку з цим, оскільки вважається, що на ринку діють раціональні інвестори і позичальники, логічно, що у розрахунок вартості капіталу буде враховуватись тільки премія за систематичний ризик, пов'язаний з ринком загалом, і уникнути якого немає жодної можливості. За несистематичний ризик премія не нараховуватиметься, так як він може бути зменшений інвестором через диверсифікацію.

Відносна ризиковість певного цінного паперу порівняно з загальноринковим ризиком оцінюється за допомогою концепції β - коефіцієнта. Цей показник відображає коваріацію цих акцій відносно інших, присутніх на ринку, чим відображає нестійкість цін на акції під час змін на ринку цінних паперів. Значення β - коефіцієнта може теоретично знаходитися в межах від 0 до ∞ , хоч на практиці, його значення найчастіше не перевищує 2 [68, с.288]. β відображає чутливість акції до загальноринкових змін. Акції із середнім рівнем ризику будуть мати β - коефіцієнт зі значенням 1 і це означає, що прибутковість даних акцій прямо пов'язана з ринковою прибутковістю. Якщо ринок цінних паперів піднімається, то і вартість цих акцій зросте синхронно на таку ж величину. У випадку падіння ринку – вартість таких акцій також зменшиться. Якщо ж значення β для певної акції знаходиться в межах від 0 до 1, це означає, що ризиковість таких цінних паперів є нижчою за середньоринковий рівень, а отже і прибутковість їх теж є меншою, ніж у середньому на ринку. Такі акції менше залежать від змін на ринку. Наприклад, якщо $\beta = 0,5$, це свідчить, що під час зниження цін на ринку на 20%, прибутковість даних акцій зменшиться тільки на половину – на 10%. Але і під час зростання ринку – приріст становитиме також тільки половину ринкового росту. Значення $\beta > 1$ відображає підвищену ризиковість акцій, а значить і більшу за ринкову прибутковість. При цьому під час падіння цін на ринку, падіння вартості акцій буде більшим за середньоринковий, а під час зростання ринку – зростання вартості акцій більше. Таким чином, можна сказати, що коефіцієнт β відображає нестійкість цін даних цінних паперів порівняно з тими, ризиковість яких дорівнює середньоринковому рівню, тобто в яких $\beta = 1$.

Показник β можна розрахувати самостійно, але у світі певні спеціалізовані інформаційно-аналітичні агентства регулярно розраховують і публікують його значення для акцій усіх великих відомих підприємств в періодиці чи фінансових довідниках. У Росії значення β для найліквідніших акцій розраховуються аналітиками рейтингового агентства АК&М, окремих інвестиційних компаній та великих консалтингових фірм, зокрема «Делойт і Туш СНГ». На жаль, в Україні таких розрахунків централізовано ніхто не проводить. Тому за потреби кожен аналітик намагається самостійно розрахувати значення β за тими акціями, що його цікавлять. Для цього треба оцінити кореляцію між середньоринковою прибутковістю та прибутковістю підприємства, після чого побудувати прямолінійну регресійну залежність між ними. β показник можна одержати на основі регресійного коефіцієнта [129, с. 458] Є й інший вихід – можна скористатись середньогалузевим значенням β , так як він більш стійкий до похибок. Таке середньогалузеве значення необхідно додатково скоригувати на співвідношення між власними та залученими коштами конкретного підприємства.

Ризик, якого зазнає підприємство, можна розділити на дві складові: бізнес-ризик та фінансовий ризик [68, с. 125-126]. Бізнес-ризик, ще можна назвати підприємницьким ризиком, пов'язаний зі здійсненням діяльності та поточними операціями підприємства. Основним чинниками бізнес-ризиків є:

- нестійкість цін на товари, роботи, послуги, що реалізуються підприємством;
- нестійкість попиту на товари, роботи, послуги;
- нестійкість цін на куповані матеріали, товари, роботи, послуги.

Значення другого компонента пов'язане зі структурою капіталу. Чим більша його частина формується за рахунок позикових коштів, тим більший ризик банкрутства. Отже, фінансовий ризик – це додатковий ризик, якого зазнають акціонери – власники простих акцій, що є результатом використання підприємством позикового капіталу. Тому є два варіанти розрахунку β :

- без урахування ефекту фінансового важеля ;
- з урахуванням ефекту фінансового важеля.

У першому випадку β відобразить тільки систематичний ризик підприємства, його ще інколи називають β активів, і він враховує тільки бізнес-ризик. У другому – знаходять своє відображення обидва компоненти ризику і їх називають β власного капіталу. Логічно,

що якщо всі активи підприємства формуються тільки за рахунок власних коштів, то β активів $= \beta$ власного капіталу. Якщо ж структура фінансування розгорнута, тоді такої рівності немає і β власного капіталу $> \beta$ активів. Чим більша частка позичкового капіталу, тим більший ефект фінансового важеля, більший фінансовий ризик і більше значення β власного капіталу. На практиці вся діяльність підприємства не може фінансуватись тільки за рахунок позикового капіталу, отже оберненого співвідношення, за якого β активів $< \beta$ власного капіталу не буває.

Знаючи β власного капіталу β активів можна розрахувати за формулою:

$$\beta_a = \beta_{вк} \frac{E}{E + D(1-t)} ; \quad (M. 3)$$

де β_a - β активів;

$\beta_{вк}$ - β власного капіталу;

E - ринкова вартість власного капіталу;

D - ринкова вартість позикового капіталу,

t – ставка оподаткування, яку можна визначити як відношення сплачених податків на прибуток до прибутку до оподаткування.

Різниця між цими двома показниками - β активів і β власного капіталу є принциповою, але на практиці дуже часто ця різниця нівелюється, а тому можна використовувати β власного капіталу в розрахунках.

Безризикова ставка дохідності - k_{RF} , відображає той рівень дохідності, який би приносили акції, що характеризуються нульовим ризиком. На практиці ж таких активів не існує. Типовим прикладом таких відносно безризикових активів вважаються цінні папери уряду США, тому на ринках цієї країни значення ставки k_{RF} прирівнюється до дохідності десятирічних позик казначейства США [158, с. 19]. Низка світових аналітичних видань регулярно публікують значення цих ставок. У деяких вітчизняних підручниках можна навіть знайти рекомендацію використовувати цю ж ставку для українського ринку. На нашу думку це неприпустимо, оскільки фінансові ринки України та США є абсолютно різними з різними умовами та учасниками. Тому використання такої ставки в Україні можливо тільки після коригування її величини на рівень ризиковості української економіки. В Росії існують різні підходи до цього питання. Одні аналітики в якості безризикових активів вважають тридцятирічні російські єврооблігації Russia-30. Інші - стверджують, що найменший рівень ризику характерний для валютних депозитів в Ощадбанку або інших найнадійніших банках. Ставки дохідності по безризиковим активам також публікуються фінансово-економічними виданнями, такими як «Ведомости», «Коммерсантъ» тощо [146]. Момот Т.В. на основі проведених досліджень [85, с. 118], зазначає, що в Україні дана ставка найчастіше розраховується за найменш ризиковими валютними депозитами Національного банку України чи інших найнадійніших банків країни. Якщо ж брати до уваги державні цінні папери, то це може бути хіба що ставка прибутковості за тими урядовими облігаціями, які мають найменший термін.

Основними відмінними рисами відносно безризикових інвестицій Момот Т.В. називає [85, с. 118]:

- показники дохідності інструмента визначені і відомі наперед;
- мінімальна ймовірність втрати коштів у результаті такого інвестування;
- тривалість обігу цього інструмента співпадає або дуже близька за часом з періодом «життя» оцінюваного підприємства.

Витвицький Я.С. [98, с.84] підкреслює також необхідність зв'язку між величиною норми доходу, яка обирається в якості безризикової ставки, і вартістю оцінюваного активу.

Очікувана дохідність ринкового портфеля відображає той рівень прибутковості, який є характерним для даного ринку і вимірюється дохідністю т.зв. ринкового (максимально диверсифікованого) портфеля акцій. Для оцінювання рівня поточної середньоринкової прибутковості використовують, як правило, певний ринковий індекс. Якщо у США як такий індекс використовують індекс S&P 500, фондовий індекс Доу-Джонса, біржовий індекс

Financial Times, індекс Нью-Йоркської фондової біржі, тощо; в Росії для характеристики ринку можна використовувати індекс РТС, то в Україні оцінку рівня ринкової прибутковості можна одержати через індекс ПФТС. Але більшість науковців [24, с. 220], [85, с. 116] та інші виступають за неприпустимість використання поточної прибутковості для розрахунку величини премії за ризик. На їх думку короткотермінова прибутковість викривляється під впливом різних чинників і тільки довготерміновий горизонт спостереження зможе усунути їх вплив. І з такою позицією потрібно погодитись.

Премія за ринковий ризик ($k_M - k_{RF}$) відображає, на скільки середньоринкова дохідність перевищує ставку дохідності за безризиковими активами. Її можна розрахувати для конкретних акцій, маючи всі необхідні дані, а можна використати середньостатистичне її значення. Так наприклад, американське агентство Ibbotson Associates, розрахувало її середнє значення на довготермінову перспективу на основі даних про величину цієї премії у США за період з 1926 по 2000 рік у розмірі 7,76 %. [146]. Інші аналітичні агенції вважають, що для розрахунку величини цієї премії потрібні історичні спостереження хоча б за 30 років. Логічно, що для українського ринку такі дані не існують, тому в багатьох підручниках науковці оперують готовими приблизними величинами такої премії: 3 -5 % [85, с. 116], [146]. Вченими Елроєм Дімсоном, Полом Маршом та Майком Стаунтоном [24, с. 227] були проведені досліджень величини премії за ризик за 101 рік (з 1900 по 2000 рік) у 16 країнах світу. Результати аналізу показують, що середній рівень премії за ризик володіння акціями коливається в усіх країнах за аналізований час в діапазоні від 3 до 6 відсотків. На нашу думку це є обґрунтованим підтвердженням очікування того, що і в Україні величина середньої премії за ризик суттєво не відрізнятиметься від зазначених середніх значень.

Момот Т.В. [85, с. 115-116] наводить розширену формулу використання даної моделі:

$$k_S = k_{RF} + (k_M - k_{RF}) \beta + S_1 + S_2 + C \quad (M. 4)$$

де k_S – вартість власного капіталу, що задовольнить інвестора;

де k_{RF} – безризикова ставка;

k_M – очікувана дохідність ринкового портфеля;

β – коефіцієнт β для конкретної акції і.

S_1 – премія для малих підприємств;

S_2 – премія за ризик для окремого підприємства;

C – премія за ризик, характерний для країни.

Дана модель хоч і є сьогодні найпопулярнішою, особливо серед публічних акціонерних товариств, але її застосування має низку застережень. По перше, це труднощі в розрахунку відповідних параметрів, і не тільки в умовах України. Під час розрахунку величини β необхідно спрогнозувати її майбутнє значення, на яке орієнтуються інвестори. Крім того, немає однозначного підходу, яка саме прибутковість має вважатись безризиковою ставкою, а також яку саме премію за середній рівень ризику одержують акціонери. По друге, вхідною гіпотезою моделі є очікування диверсифікованості акціонерів. Якщо на практиці ця гіпотеза не виконується, тоді реальний інвестиційний ризик підприємства буде більший. Але модель цього не врахує, і тому одержане значення вартості власного капіталу підприємства буде занижене.

Додаток Л. 2

Поглиблений аналіз кумулятивної моделі оцінки премії за ризик

Врахування ризикованості акції за кумулятивним методом оцінки премії за ризик схоже, як і за моделлю CAPM. Кумулятивна модель застосовується в умовах, коли неможливо визначити параметри для оцінки за CAPM або у випадку, коли існує сумнів у результатах розрахунків за попередньою моделлю. Цей метод достатньо суб'єктивний, оскільки всі параметри не розраховуються, а підбираються на основі професійного судження оцінщика та залежать від його досвідченості. Тому цей метод ще можна назвати експертним. Основна ідея оцінки за цим методом: вклавши кошти інвестор очікує на компенсацію взятого на себе всього ризику, і чим більший ризик – тим вища має бути дохідність. Для розрахунку цієї дохідності потрібно додати всі складові ризику, характерні для даного інвестування:

$$k_S = k_{RF} + k_1 + k_2 + \dots + k_n \quad (M. 5)$$

де k_S - вартість власного капіталу;

k_{RF} - безризикова ставка;

$k_1, k_2 \dots k_n$ – премії за різні види ризику.

Професіоналізм експерта полягає, в тому, щоб правильно оцінити, які саме компоненти ризику потрібно виділити та визначити їх величину.

Точність оцінювання за цією моделлю в значній мірі залежить від досвіду і професійності експерта, в результаті чого отримана оцінка є досить суб'єктивною. Зменшити суб'єктивність можна шляхом залучення групи експертів та інвесторів з наступним узагальненням їх оцінок [98, с.86]. Але при цьому виникає необхідність обґрунтованого відбору учасників такої групи експертів, чіткість та однозначність відбору критеріїв оцінювання та наявність об'єктивної необхідності такого масштабного аналізу.

Закордонні аналітики під час використання кумулятивного методу для розрахунку вартості власного капіталу сумують відсоткову ставку, що відображає вартість довготермінового запозичення цього підприємства, і додаткову премію за ризик інвестування коштів у акції порівняно з придбанням боргового інструменту цього ж підприємства. При цьому величину цієї премії вони вважають майже сталою величиною в розмірі 3-5%, що підтверджується проведеними емпіричними дослідженнями [17, с. 360]. Додаткових коригувань на ризикованість конкретного підприємства не робиться, бо ця специфічна ризикованість уже врахована у вартості довготермінового боргу. Більш ризикове підприємство зможе залучити кошти тільки під більший відсоток, вартість боргу для менш ризикового буде дешевша, а тому ще раз цю різницю враховувати не потрібно. За цим методом премія за ризик не відповідає премії, що використовується в моделі CAPM. За кумулятивним методом премія за ризик відображає плату за додатковий ризик, якого зазнають інвестори вкладаючи кошти у прості акції підприємства, порівняно з інвестуванням у боргові інструменти, наприклад, довготермінові облігації. У моделі CAPM премія за ризик відображає додаткову прибутковість, яку одержують акціонери за середньоринкову ризиковість конкретних акцій порівняно з безризиковими інвестуваннями, тобто це плата за середньоринковий рівень ризику, а тому цей середній рівень потрібно скоригувати на ризиковість конкретної акції через коефіцієнт β .

Застосування цієї моделі є виправданим, наприклад, коли вітчизняне підприємство одержує інвестицію з-за кордону. Для закордонного інвестора не підійде альтернативна дохідність, розрахована за будь-яким іншим методом, оскільки вона відображає ціну на капітал у межах нашої країни. Альтернативна вартість за кордоном інша, ніж в Україні. А оскільки всі закордонні інвестори вважають інвестицію в нашу країну дуже ризиковою, тому погодяться на неї тільки за достатнього рівня запропонованої премії за цей ризик.

Додаток Л. 3

Поглиблений аналіз моделей дисконтування дивідендів

Прихильники моделі дисконтування дивідендів вважають, що ціною власного капіталу виступає дохідність простих акцій підприємства. Український науковець В.П.Савчук [130, с. 97] підкреслює, що цю дохідність можна розділити на дві складові:

- дивідендної дохідності;
- капіталізованої дохідності.

Оскільки основним видом поточного доходу власників простих акцій є дивіденди, то дивідендну дохідність можна визначити як відношення сплачених їм дивідендів до середнього значення власного капіталу. Для ілюстрації основної тези цієї моделі, розглянемо складові вартості власного капіталу виходячи з гіпотези, що інвестор вклав кошти в акції на один рік. У цьому випадку дивідендну дохідність можна розрахувати так [130, с. 97]:

$$\text{дивідендна дохідність} = \frac{\text{величина дивідендів за рік}}{\text{ринкова ціна акцій на початок року}(P_0)} ; \quad (\text{М. 6})$$

Інколи в знаменнику може використовуватись не ринкова ціна на початок року, а середня ціна акцій за рік.

Капіталізована дохідність зумовлена тим, що практично жодне підприємство, чи то в Україні, чи у світі не використовує весь зароблений прибуток на виплату дивідендів. Завжди певна частина залишається на підприємстві у вигляді нерозподіленого прибутку. Оскільки вважається, що всі фінансові ринки є ефективні, цей приріст повинен викликати приріст ринкової ціни акцій такого підприємства. Тому, якщо підприємство працює ефективно, це відображається на зростанні ринкової вартості акцій. Визначальним чинником зростання ціни акцій виступає додаткова економічна вартість, створена підприємством, оскільки саме вона є гарантією акціонерам, що в майбутньому дане підприємство зможе виплатити більшу суму дивідендів, або ж акціонер матиме змогу продати свої акції на ринку за більшою вартістю, аніж він колись їх купив. Якщо повернутись до періоду в один рік, капіталізована дохідність дорівнюватиме приросту ринкової вартості ціни акцій за рік до ціни акцій, яка була на початку року, і її можна розрахувати за формулою [130, с. 97]:

$$\text{капіталізована дохідність} = \frac{P_1 - P_0}{P_0} ; \quad (\text{М. 7})$$

де P_1 – ринкова ціна акцій на кінець року;

P_0 - ринкова ціна акцій на початок року.

У розрахунку капіталізованої дохідності простих акцій враховується приріст ринкової вартості акцій, яку одержує інвестор продавши свою акцію, як різниця між вартістю, яку він заплатив придбавши її, і вартістю, за скільки він її продасть під кінець року.

Тоді сумарна дохідність, яку одержує інвестор вклавши свої кошти у власний капітал на один рік, буде дорівнювати [130, с. 97]:

$$\text{дохідність простих акцій} = \frac{\text{дивіденд}}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0} ; \quad (\text{М. 8})$$

У свою чергу, ринкову ціну акцій можна визначити як $(1 + k_d)$, де k_d – ставка дисконтування, яка враховує ризикованість інвестування в дані акції, тоді рівняння (2.14) прийме вигляд:

$$\text{дивідендна дохідність} = \frac{\text{величина дивідендів за рік}}{(1 + k_d)} ; \quad (\text{М. 9})$$

На практиці інвестор вкладає свої кошти у прості акції підприємства, як правило, на термін більший за один рік. У цьому випадку дохідність простих акцій для такого акціонера буде дорівнювати теперішній вартості усіх грошових потоків, які він очікує за весь час утримування акцій: сумі теперішніх вартостей дивідендів і теперішній вартості оплати одержаної від продажу акцій. У свою чергу, наступний інвестор, який перекупує акції в першого інвестора, розраховує вартість, за якою йому потрібно купити їх, виходячи з теперішньої вартості тих грошових дивідендів, на які він розраховує в майбутньому, плюс вартість, за якою він продасть їх і т.д. Таким чином, розраховуючи вартість акцій на певний момент часу, можна зразу виходити з безконечного потоку платежів у вигляді дивідендів, оскільки акція не має обмеженого періоду обертання, а значить акції існуватимуть стільки ж, скільки існуватиме підприємство, що їх емітувало. Відповідно до принципу безперервності діяльності вважається, що підприємство існуватиме завжди.

Моделі оцінки вартості простих акцій на основі дисконтування майбутніх дивідендів можуть застосовуватись у випадку, якщо за певних прийнятних допущень можна оцінити майбутню картину виплати дивідендів. Залежно від цього майбутнього розрахунки дещо відрізнятимуться. Звичайно, оскільки мова йде про майбутнє, важно сказати, що так буде з дивідендами, оскільки факт їх виплати чи їх величина залежить від дуже багатьох, майже випадкових, чинників. Для того, щоб зменшити цю невизначеність для своїх акціонерів, підприємства в розвинутих країнах формують дивідендну політику, яка оприлюднюється на ринку і визначає «необхідні пропорції між поточним споживанням прибутку власниками і майбутнім його зростанням, який максимізує ринкову вартість підприємства й забезпечує стратегічний його розвиток» [35, с. 58]. В Україні практично жодне підприємство такої політики немає, що значно ускладнює оцінку майбутньої картини виплати дивідендів. У будь-якому випадку моделі дисконтування дивідендів можуть застосовуватись для оцінки вартості власного капіталу тільки тих підприємств, що виплачують дивіденди.

Основне припущення при визначенні вартості власного капіталу за моделями дисконтування дивідендів – це ринок цінних паперів є ефективним і знаходиться в стані рівноваги. Цей стан рівноваги передбачає, що очікувана інвесторами прибутковість дорівнює реальній нормі прибутковості цінних паперів, тобто вартість цінних паперів на ринку становить саме стільки, скільки вони і мали би коштувати. Звідси, розрахунок вартості власного капіталу за моделями дисконтування дивідендів полягає в прирівнюванні поточної ринкової вартості з внутрішньою вартістю акції, тобто прирівнюється вартість і ціна акції. При цьому потрібно обчислити невідому ставку прибутковості простих акцій, що відобразить їх вартість, як ставку, що урівняє поточну ринкову вартість з внутрішньою вартістю акції.

Залежно від очікуваної у майбутньому величини дивідендів, розглянемо кілька варіантів розрахунків.

Припущення в основі першого методу – це очікування, що в кожному наступному році сума виплачених дивідендів буде незмінна. У цьому випадку поточна справедлива вартість таких акцій може бути розрахована як [17, с. 322]:

$$P_0 = \frac{D}{(1+k_s)^1} + \frac{D}{(1+k_s)^2} + \dots + \frac{D}{(1+k_s)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D}{(1+k_s)^t} \quad (\text{М. 10})$$

де P_0 – поточна ринкова вартість акцій;

D – стала сума дивідендів, що, як очікується, буде виплачуватись щороку на ці акції;

k_s – вартість власного капіталу як очікувана акціонерами дохідність.

Відповідно до наведеного рівняння видно, що теперішня вартість дивідендів за кожен наступний рік менша, ніж у попередньому році. А теперішня вартість останніх у нескінченності дивідендів є практично нікчемно мала.

Для спрощення в цій ситуації можна скористатись простішим рівнянням «довічної ренти» [17, с. 322]:

$$P_0 = \frac{D}{k_s} \quad (\text{М. 11})$$

А вже з даного рівняння не складає труднощів розрахунок шуканої вартості власного капіталу [17, с. 323]:

$$k_s = \frac{D}{P_0} \quad (\text{М. 12})$$

Дана ситуація на практиці зустрічається не надто часто. Для українських підприємств взагалі виплата дивідендів є рідкістю. Для підприємств у розвинутих країнах типовішою є ситуація, коли сума дивідендів з часом зростає. Багато відомих закордонних підприємств гордяться своєю багатолітньою традицією виплати дивідендів з постійним приростом. Світова практика свідчить, що фінансовий ринок краще цінує постійність зростання дивідендів аніж ситуації, коли підприємство в одному році виплачує дуже великі дивіденди, а в наступному – набагато менші або ж взагалі їх не сплачує.

У такому випадку знаючи, яка сума дивідендів була виплачена акціонерам в останньому році (D_0), дивіденди в наступному – першому прогнозованому році (D_1) можуть бути розраховані як [17, с.324]:

$$D_1 = D_0 (1 + g) \quad (\text{М. 13})$$

де D_0 – сума останніх виплачених дивідендів;

D_1 – очікувані дивіденди в наступному за звітним році;

g – очікуваний постійний темп зростання дивідендів у рік.

Щоб оцінити поточну ринкову вартість акцій потрібно розрахувати, який саме грошовий потік буде одержувати акціонер у вигляді дивідендів по роках, тоді знайти теперішню вартість кожного дивіденду і додати одержані результати [17, с.431].

$$\begin{aligned} P_0 &= \frac{D_1}{(1 + k_s)} + \frac{D_2}{(1 + k_s)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1 + k_s)^\infty} = \\ &= \frac{D_0(1 + g)}{(1 + k_s)^1} + \frac{D_0(1 + g)^2}{(1 + k_s)^2} + \dots + \frac{D_0(1 + g)^\infty}{(1 + k_s)^\infty} = \\ &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + k_s)^t} \end{aligned} \quad (\text{М. 14})$$

Дане рівняння можна спростити застосувавши відповідні математичні прийоми, в результаті чого одержимо наступне математично еквівалентне [17, с. 324]:

$$P_0 = \frac{D_0(1 + g)}{k_s - g} = \frac{D_1}{k_s - g} \quad (\text{М. 15})$$

На основі даного рівняння вже можна розрахувати вартість власного капіталу [17, с.326]:

$$k_s - g = \frac{D_1}{P_0} \quad (\text{М. 16})$$

$$k_s = \frac{D_1}{P_0} + g \quad (\text{М. 17})$$

Цю модель часто називають моделлю Гордона за прізвищем розробника Майрона Джея Гордона.

Наведене рівняння є досить узагальнюючим, оскільки, якщо підприємство виплачує постійні суми дивідендів з року в рік, то $g=0$. Підставивши це нульове значення в модель Гордона, одержимо рівняння (М.12).

Наведена модель має суттєве обмеження: її застосування можливе тільки тоді, коли $k_s > g$. У протилежному випадку одержані результати будуть показувати, що поточна ринкова вартість акцій буде від'ємна, а це не логічно.

Очевидно, темп росту дивідендів g у різних підприємств буде різний, хоча й близьким до середніх темпів зростання номінального ВВП, який розраховується як реальний ВВП плюс рівень інфляції.

Якщо підприємство знаходиться на етапі піднесеного зростання, має значні конкурентні переваги, працює в привабливому секторі економіки, її темпи зростання дивідендів можуть бути і набагато вищим за темп зростання економіки. Але така картина не може існувати вічно. Рано чи пізно ці темпи знижуються до середнього рівня.

У такому випадку аналітики мають справу з підприємством із нестабільним зростанням дивідендів. Оцінки поточної ринкової вартості власного капіталу такого підприємства здійснюється в наступні етапи:

- 1 Виділяються відрізки часу, впродовж яких спостерігатиметься стала тенденція зростання дивідендів. Таких відрізків часу може бути і кілька.
- 2 Розраховується грошовий потік у вигляді дивідендів по роках.
- 3 Складається рівняння розрахунку теперішньої вартості цих окремих відрізків на початковий момент часу (на сьогодні).
- 4 Розраховується ставка дисконтування, яка урівнює ліву і праву частини рівняння.

Додаток Л. 4

Поглиблений аналіз моделі прибутку на акцію

Наступною моделлю, яка пропонується В.П.Савчуком [130, с.458], є оцінювання вартості власного капіталу за величиною прибутку на акцію. Розрахунок вартості простих акцій вже ґрунтується не на основі очікуваних дивідендів, а на величині прибутку на акцію. Відомо, що для розрахунку цього показника до уваги береться тільки чистий прибуток, який залишається після вирахування дивідендів за привілейованими акціями, тобто тільки той прибуток, що зароблений у звітному періоді і належить тільки власникам простих акцій. Багато інвесторів, оцінюючи доцільність своїх інвестицій в акції конкретного підприємства, аналізують саме динаміку прибутку на акцію, а не суми одержаних дивідендів. Основне, вони вважають, що підприємство заробляє необхідний прибуток, а чи використовується він на виплату дивідендів – це не так і важливо. Якщо дивіденди не будуть виплачені зараз, вони створять базу для додаткових вигід інвесторів у майбутньому.

Вартість власного капіталу за цим методом розраховується так [130, с.458]:

$$k_s = \frac{EPS}{P} \quad (\text{М. 18})$$

де EPS – прибуток на акцію;
P – поточна ринкова ціна акції.

Додаток М
Склад відсоткового капіталу ПАТ «НАК «Нафтогаз України»

Показник	2001		2002		2003		2004	
	сума, тис. грн.	структура, %	сума, тис. грн.	структура, %	сума, тис. грн.	структура, %	сума, тис. грн.	структура, %
Статутний капітал								
прості акції, тис шт	5 564 714		5 564 714		5 564 714		5 564 714	
номінальна вартість, тис. грн	1		1		1		1	
балансова вартість, тис. грн.	5 564 714		5 564 714		5 564 714		5 564 714	
Неоплачений капітал							-484,2	
Разом внесені кошти	5 564 714	90,80	5 564 714	88,73	5 564 714	76,67	5 564 230	61,66
Довгостроковий кредит								
сума	8 716	0,14	8 771,80	0,14	568 871	7,84	2 843 860	31,52
%	21,5		11		10,8		12	
Інші довгострокові фінансові зобов'язання								
сума	239 944	3,92	168 430	2,69	157 255	2,17	115 107	1,28
%	18		10,5		10,1		11,2	
Короткостроковий кредит								
сума	315 442	5,15	529 825	8,45	967 237	13,33	500 493	5,55
%	16,3		8,4		8,1		9	
Разом відсотковий капітал	6 128 816	100	6 271 741	100	7 258 077	100	9 023 690	100

Продовження додатку М

Показник	2005		2006		2007		2008		2009	
	сума, тис. грн.	структура, %	сума, тис. грн.	структура, %	сума, тис. грн.	структура, %	сума, тис. грн.	структура, %	сума, тис. грн.	структура, %
Статутний капітал										
прості акції, тис шт	5 564 714		5 564 714		5 564 714		5 564 714		24164714	
номінальна вартість, тис. грн	1		1		1		1		1	
балансова вартість, тис. грн.	5 564 714		5 564 714		5 564 714		5 564 714		24164714	
Неоплачений капітал	-484,2		-484,2							
Разом внесені кошти	5 564 230	40,23	5 564 230	32,87	5 564 714	33,49	5 564 714	13,85	24164714	38,181166
Довгостроковий кредит										
сума	4 799 672	34,70	6 413 500	37,88	7 591 715,5	45,69	11 791 780	29,35	2 396	0,0038
%	12,5		11		10,24		15,4		9,5	
Інші довгострокові фінансові зобов'язання										
сума	3 136 089	22,67	3 136 089,4	18,52	2 719 537,5	16,37	3 248 544	8,08	12780497	20
%	11,2		10,5		13,92		14,1		9,5	
Короткостроковий кредит										
сума	331 987	2,40	1 815 499,20	10,72	740 834,70	4,46	19 576 224	48,72	26 342 011	41,621378
%	10,2		9		7,236		11,5		13,68333	
Разом відсотковий капітал	13 831 978	100	16 929 318	100	16 616 802	100	40 181 262	100	63 289 618	100

Додаток Н
Розрахунок середньозваженої вартості НАК «Нафтогаз України»

Показники		Власний капітал	Довготерміновий кредит	Інші довготермінові фінансові зобов'язання	Короткотерміновий кредит	Середньозважена вартість капіталу в %
1	2	3	4	5	6	7
2001	частка	0,91	0,001	0,04	0,05	
	ціна	0,0039	16,125	13,50	12,23	
	вартість	0,0035	0,0229	0,5285	0,6292	1,18
2002	частка	0,89	0,001	0,03	0,08	
	ціна	0,0002	8,25	7,875	6,3	
	вартість	0,0002	0,0115	0,2115	0,5322	0,76
2003	частка	0,77	0,08	0,02	0,13	
	ціна	0,0001	8,1	7,575	6,075	
	вартість	0,0001	0,6349	0,1641	0,8096	1,61
2004	частка	0,62	0,32	0,01	0,06	
	ціна	0,0001	9	8,4	6,75	
	вартість	0,0000	2,8364	0,1072	0,3744	3,32

Продовження додатка Н

1	2	3	4	5	6	7
2005	частка	0,40	0,35	0,23	0,02	
	ціна	0,0003	9,375	8,4	7,65	
	вартість	0,0001	3,2531	1,9045	0,1836	5,34
2006	частка	0,33	0,38	0,19	0,11	
	ціна	0,0385	8,25	7,875	6,75	
	вартість	0,0126	3,1253	1,4588	0,7238	5,32
2007	частка	0,33	0,46	0,16	0,04	
	ціна	0	7,68	10,44	5,427	
	вартість	0	3,5088	1,7086	0,2420	5,46
2008	частка	0,14	0,29	0,08	0,49	
	ціна	0,2094	11,55	10,575	8,625	
	вартість	0,0290	3,3895	0,8550	4,2021	8,48
2009	частка	0,38	0,00004	0,20	0,42	
	ціна	0,0094	7,125	7,125	10,26	
	вартість	0,0036	0,0003	1,4388	4,2714	5,71

Додаток П
Аналіз змін середньозваженої вартості капіталу НАК «Нафтогаз України»

Показники	2002			2003			2004		
	вартість капіталу			вартість капіталу			вартість капіталу		
	Р ₀ Q ₀	Р ₁ Q ₁	Р ₀ Q ₁	Р ₀ Q ₀	Р ₁ Q ₁	Р ₀ Q ₁	Р ₀ Q ₀	Р ₁ Q ₁	Р ₀ Q ₁
Власний капітал	0,0035	0,0002	0,0034	0,000193	0,0001	0,00017	0,0001	0,00003	0,0001
Довгостроковий кредит	0,0229	0,0115	0,0226	0,011539	0,6349	0,64662	0,6349	2,83639	2,5528
Інші довгострокові фінансові зобов'язання	0,5285	0,2115	0,3625	0,211486	0,1641	0,17062	0,1641	0,10715	0,0966
Короткостроковий кредит	0,6292	0,5322	1,0327	0,532212	0,8096	0,83956	0,8096	0,37438	0,3369
Разом	1,1813	0,7554	1,4212	0,75543	1,6086	1,65696	1,6086	3,31796	2,9864

Показники	2005			2006			2007			2008		
	вартість капіталу			вартість капіталу			вартість капіталу			вартість капіталу		
	Р ₀ Q ₀	Р ₁ Q ₁	Р ₀ Q ₁	Р ₀ Q ₀	Р ₁ Q ₁	Р ₀ Q ₁	Р ₀ Q ₀	Р ₁ Q ₁	Р ₀ Q ₁	Р ₀ Q ₀	Р ₁ Q ₁	Р ₀ Q ₁
Власний капітал	0,00003	0,00011	0,00002	0,0001	0,0126	0,0001	0,01264	0,01288	0,03			
Довгостроковий кредит	2,84	3,25311	3,12298	3,2531	3,1253	3,5515	3,12534	3,5088	3,5088	3,76918	3,5088	2,2538
Інші довгострокові фінансові зобов'язання	0,11	1,90451	1,90451	1,9045	1,4588	1,5560	1,45877	1,7086	1,7086	1,28884	1,7086	0,8441
Короткостроковий кредит	0,37	0,18361	0,16201	0,1836	0,7238	0,8204	0,72385	0,242	0,242	0,30094	0,242	2,6440
Разом	3,31796	5,34134	5,18952	5,3413	5,3206	5,9280	5,3206	5,4593	5,4593	5,37183	5,4593	5,7419

Додаток Р
Розрахунок середньозваженої вартості капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз»

Показники		Власний капітал	Довготерміновий кредит	Інші довготермінові фінансові зобов'язання	Короткотерміновий кредит	Середньозважена вартість капіталу в %
1	2	3	4	5	6	7
2001	частка	0,998	0,002			
	ціна	12,69	14			
	вартість	12,66	0,03			12,70
2002	частка	0,998	0,002			
	ціна	16,68	14			
	вартість	16,64	0,03			16,67
2003	частка	0,92	0,002	0,08		
	ціна	8,73	14	9,55		
	вартість	8,04	0,03	0,73		8,80
2004	частка	0,76	0,11	0,13		
	ціна	11,96	7,3875	11,625		
	вартість	9,09	0,84	1,47		11,40

Продовження додатку Р

1	2	3	4	5	6	7
2005	частка	0,75	0,18	0,06		
	ціна	14,73	7,08	11,625		
	вартість	11,11	1,30	0,72		13,13
2006	частка	0,85	0,15			
	ціна	38,63	7,83			
	вартість	32,89	1,16			34,05
2007	частка	0,53	0,37	0,08	0,02	
	ціна	1,98	6,60	8,85	10,76	
	вартість	1,04	2,45	0,75	0,19	4,43
2008	частка	0,43	0,50	0,07	0,01	
	ціна	0,80	5,042	8,85	13,5	
	вартість	0,34	2,50	0,61	0,08	3,53
2009	частка	0,45	0,47	0,07	0,01	
	ціна	3,37	4,845	8,85	16,5	
	вартість	1,50	2,28	0,63	0,18	4,59

Додаток С
Розрахунок середньозваженої вартості ВАТ «Укрнафта»

Показники	Власний капітал		Довготерміновий кредит	Поточна заборгованість за довготерміновими зобов'язаннями	Короткотерміновий кредит	Середньозважена вартість капіталу в %
	2	3				
1						
2001	частка	0,9584			0,0416	
	ціна	94,15			22,5	
	вартість	90,23			0,94	91,17
2002	частка	0,9354	0,0002		0,0644	
	ціна	32,04	24		22,5	
	вартість	29,97	0,005		1,45	31,42
2003	частка	1				
	ціна	42,08				
	вартість	42,08				42,08
2004	частка	0,924	0,076			
	ціна	20,72	8,025			
	вартість	19,15	0,61			19,76

Продовження додатку С

1	2	3	4	5	6	7
2005	частка	0,9611	0,0389			
	ціна	17,07	8,025			
	вартість	16,41	0,31			16,72
2006	частка	0,9462	0,0538			
	ціна	14,06	8,025			
	вартість	13,30	0,43			13,74
2007	частка	0,9641	0,0359			
	ціна	5,74	8,025			
	вартість	5,53	0,29			5,82
2008	частка	0,8459		0,1334	0,0207	
	ціна	23,47		8,025	10,5	
	вартість	19,85		1,07	0,22	21,14
2009	частка	0,9623	0,0377			
	ціна	4,14	8,025			
	вартість	3,98	0,30			4,29

**Додаток Т. 1
Розрахунок скоригованого бухгалтерського прибутку НАК «Нафтогаз України»**

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Чистий бух прибуток	215 494	12 111,70	4 521,90	2 832,70	15 069,20	2 139 991,40	-12083120,00	11 175 885,00	2 267 795
подаєток на прибуток	-1 110 630	385 428	129 782	-93 320,50	242 551,30	2 318 149,80	1 003 350,00	126145	4408523
ПДВ	1 779 360	1 933 180	510 629	677 230	1 274 659,40	2 332 981,70	2 487 526,00	8223818	10345557
акцизний збір									
рентна плата	2 028 920	2 172 330	2 272 940	2 395 217	2 404 895,90	2 360 443,00	2 241 851,00	2 794653	1930181
соц внески	3667,56	5011,84	12672,96	21513,48	29351,72	32771,88	39088,72	224463	93894
ПДФО (від зарплати)	1100,27	1503,55	3801,89	6454,04	8805,52	11470,16	13681,05	16951,20	14626,92
прибуток, податки і платежі	2 917 912	4 509 565	2 934 348	3 009 927	3 975 333	9 195 808	-6 297 623	22 561 915	19 060 577
фін витрати	155 858	153 946	134 621	125 159	405 058,40	788 382,50	1 013 165,40	956619	4182322
прибуток, податки, платежі, і фін. витрати	3 073 770	4 663 511	3 068 969	3 135 086	4 380 391	9 984 190	-5 284 458	23 518 534	23 242 899
Витрати на сумнівні і безнадійні борги	1706101,6	2052973,3	2010778	2 476 100	1 290 188,60	1 243 084,40	1 273 767,90	12 828	-456144
Штрафи, пені, неустойки									
доходи	0	0	1 780,10	1 403,20	6 397,60	2 228 631,80	9 411,10	23 620 094,00	1 087,00
витрати	15 640,50	28 787,10	32 600,40	1 195 950	556 506,40	2 857 374,20	487 530,60	9 610 792,00	1 190 285,00

Продовження додатку Т.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Непродуктивні витрати і втрати	0	0	0	232,9	0	0	0	0	0
Утримання об'єктів житлово-комунального і соціально-культурного призначення - витрати	0	0	0	0	1,4	0	0	0	0
Скоригований бухгалтерський прибуток	4 795 512	6 745 271	5 110 567	6 805 965	6 220 690	11 856 017	-3 532 570	9 522 060	23 975 953

Додаток Т. 2

Розрахунок скоригованого бухгалтерського прибутку ДАТ «Чорноморнафтогаз»

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Чистий бух прибуток	47 793,70	62 804,50	32 872	45 046,90	55 454,50	145 451,20	7448,3	3017	12673
податок на прибуток	28 486	31 809,30	27 806,30	16 628,50	26 926,50	58 275,70	52023,2	39405	28589
ПДВ	65 956	74 578,90	79 144,70	95 452	101 592,80	116 996,60	168799,4	149545	162886
акцизний збір									
інші податки (ряд025)		483,8	13 962,70	21 280,60	8 529,20	13 162,00	86151,6	124898	75718
рентна плата		1 916,70	26 965,40	31 456,20	33 896,40	0,00			
соц внески	10 385,10	13 584,30	16 017,10	18 966	20 576,40	30 485,70	38969,6	42890	48118
ПДФО (від зарплати)	3 464,64	4 535,22	5 717	6 414,92	7 000,45	12 593,59	15 796,38	17 832,22	18959,78
прибуток, податки і платежі	156 085,44	189 712,72	202 485,58	235 245,12	253 976,25	376 964,79	369 188,48	377 587,22	346 943,78
фін витрати	170,6	516,9	2 105,40	8 792,10	13 474,60	10 582,70	10456	37314	32577
прибуток, податки, платежі і фін витрати	156 256	190 230	204 591	244 037	267 451	387 547	379 644	414 901	379520,78

Продовження додатку Т. 2

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
витрати на сумнівні і безнадійні борги	22 682,83	37 128,84	62 713,70	33 507,70	39 289,30	57 500,20	70453,9	9297	15579
Штрафи, пені, неустойки									
доходи	340,3	131	428,5	806,6	900,1	2 276	998,7	3164	16999
витрати	1 008,30	1 015,10	1 422,80	1 847,70	6 227,20	3 736,90	2733	6674	5474
Непродуктивні витрати і втрати	985	1 140,40	1 313,20	1 328,60	4 572,20	2 348,70	1386,8	473	314
Утримання об'єктів житлово-комунального і соціально-культурного призначення - витрати	4230	4 889	5 228,50	1 503	2 973,70	2 947,20	254,2	287	1395
Скоригований бухгалтерський прибуток	184 822	234 272	274 841	281 418	319 613	451 804	453 474	428 468	385 284

Додаток Т. 3
Розрахунок скоригованого бухгалтерського прибутку ВАТ «Укрнафта»

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Чистий бух прибуток	975 204	446 014	890 006	1 347 207	1 870 201	2 412 560	1 237 946	1 438 030	3 787 83
податок на прибуток	430 529	312 809	355 139	566 578	618 460	769 665	360 214	410 928	1 701 63
ПДВ	541 137	444 097	611 913	1 386 493	1 386 493	2 154 559	2 267 706	2 788 078	2 270 780
акцизний збір	26	1	0	1 026	25 388	31 672	37 604	40 001	57 692
інші податки	98 581	173 700	298 631	347 325	1 242 478	2 403 652	3 791 889	4 677 052	2 676 007
інші вирахування з доходу	243	241	53 391	112 605	113 260	68 965	2 582 666	677 079	2 680 2
соц внески	51 951	67 257	78 984	126 254	158 283	200 268	240 752	305 014	3 220 06
ПДФО	19 162	24 280	27 181	41 873	51 591	80 246	93 965	117 192	1 241 19,38
прибуток, податки і платежі	2 116 833	1 468 399	2 315 245	3 929 361	5 466 154	8 121 587	10 612 742	10 453 374	6 026 352
фін витрати	1 102	12 685	3 861	30 888	53 813	87 680	99 443	92 977	773 74
прибуток, податки, платежі і фін. витрати	2 117 935	1 481 084	2 319 106	3 960 249	5 519 967	8 209 267	10 712 185	10 546 351	6 103 726
витрати на сумнівні і безнадійні борги	21 356	7 391	16 379	43 634	6 289,0	548 985,0	50 351,1	26 361,0	34 674
Штрафи, пені, неустойки									
доходи	880	2 046	251	1 330	980	6 896	1 725,9	1 685	3 396
витрати	4 230	5 761	11 250	8 765	6 630	794	715,4	2 236	1 402
Непродуктивні витрати і втрати	870	950	1 049	974	1 046	534	580,6	409	1 803

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Утримання об'єктів житлово-комунального і соціально-культурного призначення									
доходи	10 468	11 426	9 871	12 800	14 060	13 409	12 079,8	13 843	13 249
витрати	56 750	51 642	38 143	35 980	40 739	36 659	37 335	46 674	46 098
Скоригований бухгалтерський прибуток	2 189 793	1 533 356	2 375 805	4 035 472	5 559 631	8 775 934	10 787 361	10 606 503	6 171 058

Додаток У. 1
Розрахунок скоригованого економічного прибутку НАК «Нафтогаз України»

а) метод прибутку за мінусом вартості капіталу

скоригований бухгалтерський прибуток - інвестований капітал x WACC

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
інвестований капітал, тис. грн.	5 788 106	6 340 361	10 598 519	12 841 772	17 465 797	22 856 396	14 340 946	50 632 539	81 580 133
WACC, %	1,18	0,76	1,61	3,32	5,34	5,32	5,46	8,48	5,71
інвестований капітал x WACC	68 542	47 897	170 490	426 085	932 907	1 216 097	782 922	4 331 623	4 661 525
Скоригований економічний прибуток, тис. грн.	4 726 970,4	6 697 374,5	4 940 077,3	6 379 880,4	5 287 782,8	10 639 920,0	-4 315 492,2	5 190 437,4	19 314 427,6

б) метод «спреду дохідності»

інвестований капітал x (рентабельність капіталу - WACC)

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
рентабельність капіталу	0,83	1,06	0,48	0,53	0,36	0,52	-0,25	0,19	0,29
прибуток/капітал									
рентабельність капіталу - WACC	0,82	1,06	0,47	0,50	0,30	0,47	-0,30	0,10	0,24
Скоригований економічний прибуток, тис. грн.	4 726 970,4	6 697 374,5	4 940 077,3	6 379 880,4	5 287 782,8	10 639 920,0	-4 315 492,2	5 190 437,4	19 314 427,6

Додаток У. 2
Розрахунок скоригованого економічного прибутку ДАТ «Чорноморнафтогаз»

а) метод прибутку за мінусом вартості капіталу

скоригований бухгалтерський прибуток - інвестований капітал x WACC

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
інвестований капітал, тис. грн.	1 224 593	1 287 313	1 351 820	1 482 854	1 548 180	1 651 663	1 907 655	2 062 396	2 038 290
WACC, %	12,70	16,67	8,80	11,40	13,13	34,05	4,43	3,53	4,59
інвестований капітал x WACC	155 510	214 617	118 938	169 038	203 295	562 355	84 541	72 834	93 639
Скоригований економічний прибуток, тис. грн.	29 312	19 655	155 903	112 380	116 318	-110 551	368 933	355 634	291 644

б) метод «спреду дохідності»

інвестований капітал x (рентабельність капіталу - WACC)

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
рентабельність капіталу	0,151	0,182	0,203	0,190	0,206	0,274	0,238	0,208	0,189
рентабельність капіталу - WACC	0,0239	0,0153	0,1153	0,0758	0,0751	-0,0669	0,1934	0,1724	0,1431
Скоригований економічний прибуток, тис. грн.	29 312	19 655	155 903	112 380	116 318	-110 551	368 933	355 634	291 644

Додаток У. 3
Розрахунок скоригованого економічного прибутку ВАТ «Укрнафта»

а) метод прибутку за мінусом вартості капіталу

скоригований бухгалтерський прибуток - інвестований капітал x WACC

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
інвестований капітал, тис. грн.	4 012 746	4 510 267	5 299 566	7 078 305	7 516 119	8 591 904	9 721 477	11 485 495	11 130 074
WACC, %	91,17	31,42	42,08	19,76	16,72	13,74	5,82	21,14	4,29
інвестований капітал x WACC	3 658 421	1 417 126	2 230 057	1 398 673	1 256 695	1 180 528	565 790	2 428 034	477 480
Скоригований економічний прибуток, тис. грн.	-1 468 628	116 230	145 747	2 636 799	4 302 936	7 595 407	10 221 571	8 178 470	5 693 578

б) метод «спреду дохідності»

інвестований капітал x (рентабельність капіталу - WACC)

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
рентабельність капіталу	0,546	0,340	0,448	0,570	0,740	1,021	1,110	0,923	0,554
рентабельність капіталу - WACC	-0,366	0,026	0,028	0,373	0,572	0,884	1,051	0,712	0,512
Скоригований економічний прибуток, тис. грн.	-1 468 628	116 230	145 747	2 636 799	4 302 936	7 595 407	10 221 571	8 178 470	5 693 578

Додаток Ф. 1
Розрахунок ефективності використання інвестованого капіталу НАК «Нафтогаз України»

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Скоригований економічний прибуток, тис. грн.	4 726 970,4	6 697 374,5	4 940 077,3	6 379 880,4	5 287 782,8	10 639 920,0	-4 315 492,2	5 190 437,4	19 314 427,6
Інвестований капітал, тис. грн.	5 788 106	6 340 361	10 598 519	12 841 772	17 465 797	22 856 396	14 340 946	50 632 539	81 580 133
Прибутковість використання інвестованого капіталу	0,817	1,056	0,466	0,497	0,303	0,466	-0,301	0,102	0,237
Капітал, інвестований в операційну діяльність, тис. грн.	-1 813 196	-1 954 234	-1 639 365	-1 471 442	-3 355 288	-1 750 554	-15 034 073	20 535 208	41 025 230
Прибутковість використання капіталу, інвестованого в операційну діяльність	-2,607	-3,427	-3,013	-4,336	-1,576	-6,078	0,287	0,253	0,471
Капітал, інвестований в неопераційну діяльність, тис. грн.	7 601 302	8 294 595	12 237 885	14 313 214	20 821 085	24 606 951	29 375 019	30 097 331	40 554 903
Прибутковість використання капіталу, інвестованого в неопераційну діяльність	0,622	0,807	0,404	0,446	0,254	0,432	-0,147	0,172	0,476

Додаток Ф. 2
Розрахунок ефективності використання інвестованого капіталу ДАТ «Чорноморнафтогаз»

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Скоригований економічний прибуток, тис. грн.	29312,181	19655,250	155903,110	112379,539	116318,494	-110550,620	368932,947	355634,150	291644,392
Інвестований капітал, тис. грн.	1 224 593	1 287 313	1 351 820	1 482 854	1 548 180	1 651 663	1 907 655	2 062 396	2 038 290
Прибутковість використання інвестованого капіталу	0,024	0,015	0,115	0,076	0,075	-0,067	0,193	0,172	0,143
Капітал, інвестований в операційну діяльність, тис. грн.	1 212 278	1 282 922	1 333 412	1 460 556	1 419 858	1 531 364	1 792 036	1 928 071	1 862 312
Прибутковість використання капіталу, інвестованого в операційну діяльність	0,024	0,015	0,117	0,077	0,082	-0,072	0,206	0,184	0,157
Капітал, інвестований в неопераційну діяльність, тис. грн.	12 315,60	4 391,10	18 407,60	22 297,60	128 322,30	120 298,90	115 618,80	134 325,00	175 978,00
Прибутковість використання капіталу, інвестованого в неопераційну діяльність	2,380	4,476	8,469	5,040	0,906	-0,919	3,191	2,648	1,657

Додаток Ф. 3
Розрахунок ефективності використання інвестованого капіталу ВАТ «Укрнафта»

Показники	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Скоригований економічний прибуток, тис. грн.	-1 468 628	116 230	145 747	2 636 799	4 302 936	7 595 407	10 221 571	8 178 470	5 693 578
Інвестований капітал, тис. грн.	4 012 746	4 510 267	5 299 566	7 078 305	7 516 119	8 591 904	9 721 477	11 485 495	11 130 074
Прибутковість використання інвестованого капіталу	-0,366	0,026	0,028	0,373	0,572	0,884	1,051	0,712	0,512
Капітал, інвестований в операційну діяльність, тис. грн.	3 764 634	4 239 700	5 013 538	6 787 865	7 390 085	8 482 127	9 587 472	11 306 280	10 942 410
Прибутковість використання капіталу, інвестованого в операційну діяльність	-0,390	0,027	0,029	0,388	0,582	0,895	1,066	0,723	0,520
Капітал, інвестований в неопераційну діяльність, тис. грн.	248 112	270 567	286 028	290 440	126 034	109 777	134 005	179 215	187 664
Прибутковість використання капіталу, інвестованого в неопераційну діяльність	-5,919	0,430	0,510	9,079	34,141	69,189	76,278	45,635	30,339

Додаток Х. 1

Аналіз мультиколінеарності факторів, що впливають на ефективність використання інвестованого капіталу
НАК «Нафтогаз України»

Показники	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
Умовні позначення																				
1																				ставка Libor
рентабельність діяльності по економічному прибутку	у	1																		облікова ставка НБУ
співвідношення податків та інших обов'язкових платежів(без соц.страху) до загальної суми операційних витрат, коеф	X ₂	0,330	0,926	1																прибуток на акцію
частка зарплати+соц страх і ПДФО у загальній сумі операційних витрат, коеф	X ₄	-0,244	0,667	0,639	1															кофіцієнт загальної платоспроможності
частка доданої вартості у чистому доході, коеф	X ₅	0,315	0,879	0,269	0,376	1														середньозважена вартість капіталу (WACC) в %
частка додаткової вартості у чистому доході, коеф	X ₆	0,319	0,891	0,272	0,376	1	1													вартість власного капіталу, коеф
рентабельність діяльності (ЧП/чистий дохід)	X ₇	0,494	1,501	0,258	0,349	0,920	0,922	1												відношення операційного до неопераційного інвестованого капіталу, %
рентабельність власного капіталу (ЧП/ВК)	X ₈	0,593	1,951	0,308	0,339	0,851	0,853	0,98	1											доля операційного інвестованого капіталу в загальній сумі інвестованого капіталу, %

Продовження додатку Х. 1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
рентабельність всього капіталу (ЧП/капітал)	X ₉	0,390	1,121	0,212	0,356	0,937	0,938	0,987	0,946	1									
частка операційного інвестованого капіталу в загальній сумі інвестованого капіталу, %	X ₃	0,140	0,374	0,486	0,691	0,837	0,839	0,849	0,814	0,864	1								
частка неопераційного інвестованого капіталу в загальній сумі інвестованого капіталу, %	X ₁₁	-0,140	0,374	-0,486	-0,691	-0,837	-0,839	-0,849	-0,814	-0,864	-1	1							
відношення операційного до неопераційного інвестованого капіталу, %	X ₁₀	-0,177	0,476	0,577	0,788	0,634	0,634	0,552	0,488	0,606	0,898	-0,898	1						
вартість власного капіталу, коеф	X ₁₂	-0,222	0,603	0,773	0,804	0,305	0,305	0,198	0,176	0,215	0,653	-0,653	0,871	1					
середньозважена вартість капіталу (WACC) в %	X ₁	-0,765	3,145	-0,114	0,532	0,305	0,301	0,076	-0,065	0,193	0,354	-0,354	0,546	0,380	1				
коефіцієнт загальної платоспроможності	X ₁₃	0,100	0,266	0,717	0,736	0,669	0,670	0,650	0,625	0,666	0,924	-0,924	0,954	0,857	0,287	1			
прибуток на акцію	X ₁₄	0,273	0,750	0,120	0,324	0,907	0,908	0,937	0,873	0,981	0,830	-0,830	0,615	0,181	0,299	0,631	1		
облікова ставка НБУ	X ₁₅	-0,077	0,204	0,184	0,343	0,381	0,381	0,384	0,329	0,447	0,431	-0,431	0,465	0,291	0,369	0,460	0,491	1	
ставка Libor	X ₁₆	-0,357	1,012	-0,441	-0,251	-0,142	-0,146	-0,373	-0,451	-0,337	-0,509	0,509	-0,440	-0,396	0,344	-0,567	-0,294	0,114	1

Продовження додатку Х. 2

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
частка додаткової вартості у чистому доході, коеф	X ₆	-0,304	0,845	0,168	0,400	0,961	1												
рентабельність діяльності (ЧП/чистий дохід)	X ₇	-0,976	11,955	-0,704	-0,481	0,203	0,435	1											
рентабельність власного капіталу (ЧП/ВК)	X ₈	-0,964	9,614	-0,650	-0,395	0,246	0,462	0,987	1										
рентабельність всього капіталу (ЧП/капітал)	X ₉	-0,966	9,842	-0,649	-0,399	0,234	0,450	0,987	0,999	1									
частка операційного інвестованого капіталу в загальній сумі інвестованого капіталу, %	X ₃	-0,246	0,671	-0,388	-0,708	-0,800	-0,664	0,152	0,104	0,123	1								
частка неопераційного інвестованого капіталу в загальній сумі інвестованого капіталу, %	X ₁₁	0,246	0,671	0,388	0,708	0,800	0,664	-0,152	-0,104	-0,123	-1	1							
відношення операційного до неопераційного інвестованого капіталу, %	X ₁₀	-0,364	1,036	-0,428	-0,519	-0,746	-0,649	0,225	0,226	0,247	0,737	-0,74	1						
вартість власного капіталу, коеф	X ₁₂	-0,931	6,729	-0,580	-0,295	0,353	0,552	0,968	0,992	0,990	0,003	0,003	0,126	1					
середньозважена вартість капіталу (WACC) в %	X ₁	-0,928	6,592	-0,550	-0,266	0,359	0,554	0,962	0,989	0,989	0,014	-0,01	0,152	0,997	1				
коефіцієнт залпозпроможності	X ₁₃	-0,756	3,060	-0,399	-0,306	0,279	0,480	0,835	0,873	0,880	0,173	-0,17	0,155	0,885	0,898	1			
прибуток на акцію	X ₁₄	-0,931	6,729	-0,580	-0,295	0,353	0,552	0,968	0,992	0,990	0,003	0,00	0,126	1	0,997	0,885	1		
облікова ставка НБУ	X ₁₅	0,127	0,339	0,222	0,242	0,278	0,225	-0,160	-0,259	-0,263	-0,227	0,23	-0,364	-0,260	-0,255	-0,469	-0,260	1	
ставка Libor	X ₁₆	-0,243	0,662	0,135	0,130	0,615	0,708	0,393	0,378	0,376	-0,408	0,41	-0,362	0,423	0,439	0,471	0,423	0,114	1

Продовження додатку Х.3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
частка додаткової вартості у чистому доході, коеф	X ₆	0,634	2,170	0,899	0,531	1	1													
рентабельність діяльності (ЧП/чистий дохід)	X ₇	-0,329	0,922	-0,226	-0,648	0,090	0,107	1												
рентабельність власного капіталу по ринковій вартості (ЧП/ВКринк)	X ₁₇	-0,843	4,152	-0,535	-0,769	-0,329	-0,319	0,544	1											
рентабельність власного капіталу по балансовій вартості (ЧП/ВКбаланс)	X ₈	0,025	0,066	-0,100	-0,466	0,007	0,030	0,808	0,280	1										
рентабельність всього капіталу по балансовій вартості (ЧП/капітал)	X ₉	-0,020	0,053	-0,124	-0,515	0,015	0,038	0,843	0,324	0,995	1									
частка операційного інвестованого капіталу в загальній сумі інвестованого капіталу, %	X ₃	0,929	6,623	0,717	0,751	0,447	0,449	-0,406	-0,766	0,038	-0,004	1								
частка неопераційного інвестованого капіталу в загальній сумі інвестованого капіталу, %	X ₁₁	-0,929	6,623	-0,717	-0,751	-0,447	-0,449	0,406	0,766	-0,038	0,004	-1	1							
відношення операційного до неопераційного інвестованого капіталу, %	X ₁₀	0,920	6,197	0,737	0,669	0,502	0,506	-0,352	-0,684	0,105	0,067	0,970	-0,970	1						
вартість власного капіталу, коеф	X ₁₂	-0,843	4,152	-0,535	-0,769	-0,329	-0,319	0,544	1,000	0,280	0,324	-0,766	0,766	-0,684	1					
середньозважена вартість капіталу (WACC) в %	X ₁	-0,850	4,261	-0,544	-0,776	-0,332	-0,322	0,549	1,000	0,279	0,324	-0,774	0,774	-0,691	1,000	1				
коефіцієнт загальної платоспроможності	X ₁₃	0,638	2,190	0,612	0,239	0,740	0,746	0,314	-0,376	0,398	0,418	0,554	-0,554	0,594	-0,376	-0,379	1			
прибуток на акцію	X ₁₄	0,536	1,681	0,317	0,020	0,255	0,275	0,452	-0,209	0,838	0,806	0,530	-0,530	0,568	-0,209	-0,216	0,593	1		
облікова ставка НБУ	X ₁₅	-0,135	0,361	0,033	0,016	-0,146	-0,135	-0,087	0,402	0,089	0,086	0,132	-0,132	0,111	0,402	0,381	-0,109	0,064	1	
ставка Libor	X ₁₆	0,541	1,700	0,557	0,079	0,625	0,639	0,379	-0,093	0,619	0,619	0,495	-0,495	0,634	-0,093	-0,098	0,817	0,735	0,114	1

Пр. Кірова пр-в. Совнаркомівський, 52/1, м. Сімферополь,
АР Крим, Україна, 95000. Код ЄДРПОУ 00153117
Тел.: (0652) 52-34-58, 52-34-00; факс (0652) 51-11-51, 52-34-34
E-mail: office@gas.crimea.ua WWW.blackseagas.com

Пр. Кірова пр-в. Совнаркомівський, 52/1, м. Сімферополь,
АР Крим, Україна, 95000. Код ЄДРПОУ 00153117
Тел.: (0652) 52-34-58, 52-34-00; факс (0652) 51-11-51, 52-34-34
E-mail: office@gas.crimea.ua WWW.blackseagas.com

№ _____

На № _____ от _____

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження

Савчук Тетяни Василівни

Результати дисертаційного дослідження Савчук Тетяни Василівни впроваджуються в практичну діяльність ДАТ «Чорноморнафтогаз».

Зокрема, знайшла практичне втілення в управлінській практиці ДАТ «Чорноморнафтогаз» методика розрахунку економічного прибутку, величина якого береться до уваги при прийнятті рішень та оцінювання результатів фінансового-господарської діяльності підприємства, оскільки його величина відображає достовірніші дані, тим самим підвищується надійність та обґрунтованість управлінських рішень.

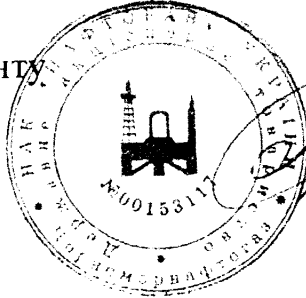
Запропонований порядок оцінювання середньозваженої вартості капіталу дозволив спростити цей розрахунок та дає своєчасну та необхідну інформацію для аналізу ефективності використання капіталу підприємства.

Крім того, впровадження у використання запропонованого показника – прибутковість використання інвестованого капіталу, а також його складових - прибутковість використання інвестованого капіталу в операційній та не операційній діяльності, дозволило підвищити інформативність результатів такого аналізу, збільшити поле для впровадження відповідних заходів та



підвищити ефективність управління капіталом. З цією ж метою були враховані і запропоновані рекомендації дисертантом щодо покращення використання інвестованого капіталу.

Начальник департаменту
економіки та фінансів



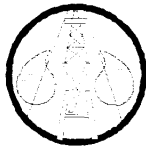
С. Лузяніна

Повідомлю

Всесий секретар

17.01.2019р.

В.Р. Процюк



**ВІДКРИТЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО "УКРНАФТА"
НАФТОГАЗОВИДОБУВНЕ УПРАВЛІННЯ
“НАДВІРНАНАФТОГАЗ”**

285700, м. Надвірна, Івано-Франківської обл. вул. Грушевського, 13.
Телетайп: 292814 KORD, тел/факс 2-25-24, р/р 26007301670101, МФО 336398
у Надвірнянському відділенні Промінвестбанку, Код 00136515

28.05.2010 р.
№ 2-30/3060

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Савчук Тетяни Василівни

Основні результати дисертаційного дослідження Савчук Тетяни Василівни знайшли практичне застосування в управлінській практиці НГВУ „Надвірнанафтогаз”.

Зокрема, результати дисертаційної роботи використано при розробленні заходів щодо оцінки та підвищення ефективності використання інвестованого капіталу.

Моделювання прибутковості інвестованого капіталу дозволило виявити основні чинники, що найбільш суттєво впливають на її величину. Це, в свою чергу, дозволило окреслити напрямки подальшого управління ефективністю покращення використання капіталу.

Застосування розроблених дисертанткою основних положень методики розрахунку економічного прибутку дозволило підвищити достовірність оцінки фінансових результатів діяльності підприємства та підвищити якість управлінських рішень, що приймаються на їх основі.

В перспективі від впровадження запропонованих розробок НГВУ „Надвірнанафтогаз” очікує збільшення віддачі від використання інвестованого капіталу, що позитивно вплине на фінансові результати діяльності зокрема та на фінансовий стан підприємства загалом.

Заступник начальника НГВУ
“Надвірнанафтогаз” з фінансів

Л.Григорців



УКРАЇНА
МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ІВАНО-ФРАНКІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ТЕХНІЧНИЙ
УНІВЕРСИТЕТ НАФТИ І ГАЗУ

76019, м. Івано-Франківськ, вул. Карпатська, 15;
тел. (380) 03422 4-22-64, 4-24-53, факс (380) 03422 4-21-39; e-mail: public@nung.edu.ua.

24.11.2010 № 29-117

На № _____ від _____

Довідка

про впровадження результатів дисертаційної роботи
Савчук Тетяни Василівни
у навчальний процес

Івано-Франківського національного технічного університету нафти і газу

Довідку видано Савчук Тетяні Василівні в тому, що науково-методичні розробки, які викладені в її дисертаційній роботі, впроваджені в навчальний процес Івано-Франківського національного технічного університету нафти і газу при укладенні робочих навчальних програм і підготовці лекційних курсів з таких дисциплін, як: «Фінансовий облік 2», «Економіка підприємства» для студентів спеціальностей «Економіка підприємства» і «Облік і аудит», а також при проведенні практичних занять із названих дисциплін та при підготовці дипломних і магістерських робіт.

Заслуговує уваги практична спрямованість викладеного методичного інструментарію, що дозволяє студентам набути практичні навички оцінювання вартості капіталу, величини інвестованого капіталу та оцінювання ефективності його використання. Впровадження зазначених методичних матеріалів дозволило перейти до комплексного вивчення студентами названих навчальних дисциплін з використанням досвіду процесів аналізу ефективності діяльності нафтогазовидобувних підприємств.

Проректор із науково-педагогічної роботи,
д.ф.м, професор

М.О. Галушак

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Акції ВАТ «Укрнафта» : ринок котировок [Електронний ресурс] : торговельна система Фондової біржі ПФТС – Режим доступу : <http://www.pfts.com/uk/moreinformation/UNAF>
2. Алексеєнко Л. М. Економічний словник: банківська справа, фондовий ринок : (укр.-англ.-рос. тлумач. слов.) / Л. М. Алексеєнко, В. М. Олексієнко, А. І. Юркевич. – К. : Максимум ; Тернопіль : Екон. думка, 2000. – 592 с.
3. Амоша О. І. Світовий паливно-енергетичний комплекс: сучасний стан та тенденції розвитку / Амоша О. І., Гаркавенко Є. Є. // Економіка промисловості. – 2006. - № 4. – С. 316-318.
4. Аналіз і контроль систем і управління капіталом підприємства / Є. В. Мних, А. Д. Бутко, О. Ю. Большакова [та ін.] ; за ред. Є. В. Мниха. – К. : КНЕУ, 2005. – 232 с.
5. Артемов В. И. Управление процессом повышения экономической эффективности нефтегазодобывающего комплекса Украины / В. И. Артемов. – Х. : ХНУ им. В. Н. Каразина, 2006. – 284 с.
6. Башнянин Г. І. Політична економія : підручник / Г. І. Башнянин, П. Ю. Лазур, В. С. Медведєв. – К. : Ніка – Центр Ельга, 2000. – 527 с.
7. Бернар И. Толковый экономический и финансовый словарь : фр., рус., англ., нем., исп. терминология : в 2 т. / И. Бернар, Жан-Клод Колли ; [ред.] Л. В. Степанов. – М. : Междунар. отношения, 1994. – Т. 1 : А - Ф. – 783 с.
8. Бернар И. Толковый экономический и финансовый словарь : фр., рус., англ., нем., исп. терминология : в 2 т. / И. Бернар, Жан-Клод Колли ; [ред.] Л. В. Степанов. – М. : Междунар. отношения, 1994. – Т. 2 : G - Z. – 719 с.
9. Білоус В. Т. Аналіз податкових надходжень: проблеми методології : монографія / В. Т. Білоус, В. П. Ніколаєв, А. О. Чугаєв. – Ірпінь : Акад. ДПС України, 2003. – 232 с.

- 10.Бланк И. А. Словарь-справочник финансового менеджера / И. А. Бланк – К. : Ника-Центр, 1998. – 480 с. – (Серия «Библиотека финансового менеджера» ; вып. 1).
- 11.Бланк И. А. Финансовый менеджмент : учебный курс / И. А. Бланк. – К. : Ника – Центр Эльга, 2001. – 528 с.
- 12.Борисов Е. Ф. Экономическая теория : учебник / Е. Ф. Борисов. – 3-е изд., перераб. и доп. – М. : Юрайт-Издат, 2005. – 399 с.
- 13.Борщук І. В. Ринкова вартість капіталу та її акцій [Електронний ресурс] / І. В. Борщук. // Наук. вісн. НЛТУ України. – 2009. – Вип. 19.3. – Режим доступу до журн. : http://www.nbu.gov.ua/portal/chem_biol/nvnlts/19_3/252-Borszczuk_19_3.pdf.
- 14.Бригхем Ю. Финансовый менеджмент : полный курс : в 2 т. / Ю. Бригхем, Л. В. Гапенски ; [пер. с англ. под ред. В. Ковалева]. – СПб. : Эконом. шк., 1998. – (Библиотека «Экономической школы» ; вып. 20). – Т. 1. – 497 с.
- 15.Бригхем Ю. Финансовый менеджмент : полный курс : в 2 т. / Ю. Бригхем, Л. В. Гапенски ; [пер. с англ. под ред. В. Ковалева]. – СПб. : Эконом. шк., 1998. – (Библиотека «Экономической школы» ; вып. 20). – Т. 2. – 669 с.
- 16.Бригхем Ю. Энциклопедия финансового менеджмента / Ю. Бригхем ; [общ. ред. и вступ. ст. : Б. Е. Пенькова, В. В. Воронова] ; сокр. пер. с англ. – М. : РАГС, 1998. – 823 с. – (Государственная служба и региональное управление).
- 17.Брігхем Є. Основи фінансового менеджменту / Є. Брігхем ; пер. з англ. – К. : Молодь, 1997. – 1000 с.
- 18.Быстров В. Ваш партнер консультант. Стратегическое управление. Как оценить эффективность? [Электронный ресурс] / В. Быстров // Экономика и жизнь. – 2006. – № 28. – С. 31. – Онлайн служба Ист Вью. – Режим доступу до журн. : <http://www.ebiblioteka.ru/sources/article.jsp?id=9803769>.
- 19.Васькин А. А. Оценка менеджеров : учеб. – практ. пособие / А. А. Васькин. – М. : Компания Спутник+, 2000. – 237 с.

20. Витвицький Я. С. Економічна оцінка гірничого капіталу нафтогазових компаній : наук. монографія / Я. С. Витвицький. – Івано-Франківськ : ІФНТУНГ, 2007. – 431 с.
21. Власова Л. У прибыли в услужении [Електронний ресурс] / Л. Власова // Экономика и жизнь. – 2005. – № 26. – С. 35. – Онлайн служба Ист Вью. – Режим доступа до журн. : <http://www.ebiblioteka.ru/sources/article.jsp?id=7974152>.
22. Воробьев Ю. Н. Капитал предпринимательских структур в системе финансового менеджмента / Ю. Н. Воробьев ; Крым. ин-т природоохран. и курортн. стр-ва. – Симферополь : Таврия, 2000. – 324 с. : табл., схемы. – Библиогр. : с. 316 – 323.
23. Гетьман О. О. Економіка підприємства : навч. посібн. [для студ. вищ. навч. закл.] / О. О. Гетьман, В. М. Шаповал. – К. : Центр навч. л-ри, 2006. – 488 с.
24. Глен А. Руководство по корпоративным финансам: пособие по финансовым рынкам, решениям и методам / Арнольд Глен ; [науч. ред. О. Б. Максимовой; пер. с англ. М. А. Епанова]. – Днепропетровск : Баланс Бизнес Букс, 2007. – 752 с.
25. Голов С. Ф. Бухгалтерський облік і фінансова звітність за міжнародними стандартами / С. Ф. Голов, В. М. Костюченко. – Х. : Фактор, 2007. – 976 с.
26. Голов С. Ф. Управлінський облік : підручник / С. Ф. Голов. – К. : Лібра, 2003. – 704 с.
27. Гохан Патрик А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Патрик А. Гохан ; пер. с англ. А. Шматова. – 2-е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2006. – 741 с.
28. Гридчина М. В. Финансовый менеджмент : курс лекций / М. В. Гридчина. – К. : МАУП, 1999. – 136 с.
29. Грищенко А. А. Эволюция стоимости / А. А. Грищенко // Экономика: проблемы теории і практики : зб. наук. пр. / Дніпропетр. нац. ун-т. – Дніпропетровськ, 2003. – Вип. 172. – С. 256 – 275.

30. Гусев А. А. Ваш партнер консультант. Показатели добавленной стоимости [Электронный ресурс] / А. А. Гусев // Экономика и жизнь. – 2006. – № 12. – С. 31. – Онлайн служба Ист Вью. – Режим доступа до журн. : <http://www.ebiblioteka.ru/sources/article.jsp?id=9288636>.
31. Гусев А. А. Ваш партнер консультант. Понимание обеспечит точность расчета [Электронный ресурс] / А. А. Гусев // Экономика и жизнь. – 2006. – № 19. – С. 31. – Онлайн служба Ист Вью. – Режим доступа до журн. : <http://www.ebiblioteka.ru/sources/article.jsp?id=9491792>. А4
32. Гусев А. А. Концепция EVA и оценка эффективности деятельности компании [Электронный ресурс] / А. А. Гусев. // Финансовый менеджмент. – 2005. – № 1. – Режим доступа до журн. : <http://www.finman.ru/articles/2005/1/3922.html>.
33. Давыдова Л. А. Экономика и управление предприятием : основы немецкой теории Betriebswirtschaftslehre, адаптированной для применения в России : учеб. пособие / Л. А. Давыдова, В. К. Фальцман ; Акад. нар. хоз-ва при Правительстве РФ ; Рос. – нем. высш. шк. управления ; Рос. – герм. ин-т экономики и междунар. отношений. – М. : Финансы и статистика, 2003. – 223 с.
34. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран ; пер. с англ. – 3 –е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2006. – XVI, 1324 с. : рис., табл. – Библиогр. : с. 1277 – 1294.
35. Данилюк М. О. Фінансовий менеджмент : навч. посіб. / М. О. Данилюк, В. І. Савич. – К. : Центр навч. л-ри, 2004. – 2004 с.
36. Деякі питання поповнення статутного фонду Національної акціонерної компанії «Нафтогаз України» [Електронний ресурс] : постанова Кабінету міністрів України від 8 лип. 2009 р. № 711 / Кабінет Міністрів України. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=711-2009-%EF>.
37. Дзюбик С. Д. Основи економічної теорії : навч. посіб. / С. Д. Дзюбик, О. С. Ривак. – К. : Знання, 2006. – 481 с.
38. Друри К. Управленческий и производственный учет : учебник / К. Друри ; [пер. с англ. В. Н. Егорова]. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2003. – 1071 с.

39. Економіка підприємства : навч. посіб. / за ред. А. В. Шегди. – К. : Знання, 2005. – 431 с.
40. Економіка підприємства : підручник / за заг. ред. С. Ф. Покропивного. – К. : КНЕУ, 2003. – 608 с.
41. Економіка підприємства : підручник / Й. М. Петрович, А. Ф. Кіт, О. М. Семенів [та ін.] ; за заг. ред. Й. М. Петровича. – Львів : Новий світ-2000, 2004. – 680 с.
42. Економіка підприємства: навч. посіб. для студ. екон. спец. вищ. навч. закл. / І. М. Бойчик, П. С. Харів, М. І. Хопчан, Ю. В. Піча. – 2-ге вид., випр. і допов. – К. : Каравелла ; Львів : Новий світ – 2000, 2001. – 298 с.
43. Економіка підприємства: теорія і практикум : навч. – метод. посіб. / В. І. Блонська, Т. Г. Васильців, С. С. Гринкевич [та ін.] ; ред. : Н. Г. Міщенко, О. І. Ященко. – Львів : Магнолія 2006, 2008. – 688 с.
44. Економічна енциклопедія : у 3 т. / редкол. : С. В. Мочерний (відп. ред.) [та ін.]. – К. : Академія ; Тернопіль : Акад. нар. госп-ва, 2000 – 2002. – Т. 3 : П (поручительство) – Я (японський центр продуктивності). – 952 с.
45. Економічна теорія: макро- і мікроекономіка : навч. посіб. для студ. екон. спец. вищ. навч. закл. / З. Г. Ватаманюк, С. М. Панчишин, С. К. Ревенчук [та ін.] ; ред. : З. Г. Ватаманюк, С. М. Панчишин. – К. : Альтернативи, 2001. – 606 с.
46. Економічний енциклопедичний словник : у 2 т. / С. В. Мочерний, Я. С. Ларіна, О. А. Устинко, С. І. Юрій ; за ред. С. В. Мочерного. – Львів : Світ, 2005. – Т. 1. – 616 с.
47. Економічний енциклопедичний словник : у 2 т. / С. В. Мочерний, Я. С. Ларіна, О. А. Устинко, С. І. Юрій ; за ред. С. В. Мочерного. – Львів : Світ, 2006. – Т. 2. – 568 с.
48. Енергозабезпечення України та оцінка його впливу на розвиток економічного простору / Б. З. Піріашвілі, Є. І. Галиновський, Б. П. Чиркін, І. К. Чукаєва // Економічний простір і динаміка розвитку продуктивних сил України: теоретико-методологічні основи дослідження / за ред.

Б. М. Данилишина; НАН України, Рада по вивч. продуктив. сил України. – К., 2008. – Розд. 4.1. – С. 182–190.

49.Євтух О. Т. Концептуально про вартість / О. Т. Євтух // Актуальні проблеми економіки. – 2005. – №3 (45). – С. 3 – 16.

50.Євтушевський В. А. Стратегія корпоративного управління / В. А. Євтушевський, К. В. Ковальська, Н. В. Бутенко. – К. : Знання, 2007. – 287 с.

51.Єрмошкина О. В. Управління фінансовими потоками промислових підприємств: теорія, практика, перспективи : монографія / О. В. Єрмошкина ; Нац. гірн. ун-т. – Дніпропетровськ : НГУ, 2009 – 479 с.

52.Загородній А. Г. Гроші. Валюта. Валютні цінності : термінолог. слов. / А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк. – Львів : БАК, 2000 – 184 с.

53.Загородній А. Г. Фінансово – економічний словник / А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк. – К. : Знання, 2007. – 1072 с.

54.Звіт державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2007 рік [Електронний ресурс] / ДКЦПФР. – Режим доступу : http://www.ssmc.gov.ua/UserFiles/File/annual_report/2007/Annual%20Report.pdf.

55.Звіт державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2008 рік [Електронний ресурс] / ДКЦПФР. – Режим доступу : http://www.ssmc.gov.ua/UserFiles/File/annual_report/2008/Zvitt_2008.zip.

56.Звіт державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2009 рік [Електронний ресурс] / ДКЦПФР. – Режим доступу : http://www.ssmc.gov.ua/UserFiles/File/annual_report/2009-2.zip.

57.Индекс ПФТС [Електронний ресурс] / Информационное агентство «Група компаний «Cbonds» / ООО «Сбондс – Украина». – Режим доступу : <http://investfunds.ua/markets/indicators/indeks-pfts/>

58.Использование Microsoft Excel 97 / Б. Холберг, Ш. Кинкоф, Б. Рей [и др.] ; пер. с англ. –К. ; М. ; СПб. : Вильямс, 1998. – 736 с. : ил. – Спец. изд.

59.Історія економічних учень : підручник : у 2 ч. / за ред. В. Д. Базилевича. – 3 – те вид., випр. і доп. – К. : Знання, 2006. – Ч. 1. – 582 с.

- 60.Каледонський Д. Value Based Management [Електронний ресурс] / Д. Каледонський. // Генеральний директор. – 2007. – №5. – Режим доступу : <http://www.process.biz/VBM/Article/2/Value%20Based%20Management.htm>.
- 61.Карагодова О. О. Мікроекономіка / О. О. Карагодова, Д. М. Черваньов ; під заг. ред. Д. М. Черваньова. – К. : Четверта хвиля, 1997. – 208 с.
- 62.Кашеев Р. Модель оценки стоимости компании: разработка и применение [Електронний ресурс] / Р. Кашеев. // Финансовый директор. – 2003. – № 12. – Режим доступу : <http://www.fd.ru/reader.htm?id=6185>.
- 63.Кіндрацька Г. І. Економічний аналіз : підручник / Г. І. Кіндрацька, М. С. Білик, А. Г. Загородній ; за ред. А. Г. Загороднього. – 3-тє вид., переробл. і доп. – К. : Знання, 2008. – 487 с.
- 64.Клівець П. Г. Стратегія підприємства : навч. посіб. / П. Г. Клівець. – К. : Академвидав, 2007. – 320 с.
- 65.Ковалев В. В. Финансовый анализ. Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности / В. В. Ковалев. – М. : Финансы и статистика, 1996. – 432 с.
- 66.Ковтун О. І. Стратегія підприємства : навч. посіб. / О. І. Ковтун. – Львів. : Новий світ - 2000, 2005. – 388 с.
- 67.Концептуальна основа складання фінансових звітів // Міжнародні стандарти фінансової звітності 2004. / [пер. з англ. за ред. С. Ф. Голова] – К., 2005. – Ч. 1. – С. 19 – 46.
- 68.Коупленд Т. Стоимость компании: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Мурын ; пер. с англ. – 2-е изд., стер. – М. : Олимп-Бизнес, 2002. – 576 с. – (Серия «Мастерство»).
- 69.Крамаренко Г. О. Финансовый менеджмент : підручник / Г. О. Крамаренко, О. Є. Чорна. – К. : Центр учбової л-ри, 2006. – 520 с.
- 70.Красс М. С. Математика для экономистов / М. С. Красс, Б. П. Чупрынов. – СПб. : Питер, 2005. – 464 с. : ил. – (Серия «Учебное пособие»).

71. Крижанівський Є.І. Удосконалення системи технічного регулювання в нафтогазовій галузі України / Є. І. Крижанівський, Я. М. Зінчак, М. О. Карпаш, Н. Л. Тацакович // Нафтова і газова промисловість. – 2009. - № 5-6. – С. 4-6.
72. Круш П. В. Оцінка бізнесу : навч. посіб. / П. В. Круш, С. В. Поліщук. – К. : Центр учбової л-ри, 2004. – 264 с.
73. Кубышкин И. Использование финансового анализа для управления компанией [Электронный ресурс] / И. Кубышкин. // Финансовый директор. – 2005. – № 4. – Режим доступа : <http://www.fd.ru/reader.htm?id=13375>.
74. Латфуллин Г. Р. Теория организации : учеб. для вузов / Г. Р. Латфуллин, А. В. Райченко. – СПб. : Питер, 2004. – 395 с : ил. – (Серия «Учебник для вузов»).
75. Лук'яненко І. Економетрика : підручник / І. Лук'яненко, Л. Краснікова. – К. : Знання, КОО, 1998. – 494 с.
76. Ляшенко Г. П. Управління капіталом підприємства : конспект лекцій / Г. П. Ляшенко. – Ірпінь : Акад. ДПС України, 2001. – 346 с.
77. Макконел К. Р. Экономикс: принципы, проблемы и политика : в 2 т. / К. Р. Макконел, С. Л. Брю ; пер. с англ. под. рук. С. В. Чепракова. – 11 – е изд. – М. : Республика, 1992. – Т. 1. – 399 с.
78. Макконел К. Р. Экономикс: принципы, проблемы и политика : в 2 т. / К. Р. Макконел, С. Л. Брю ; пер. с англ. под. рук. С. В. Чепракова – 11 – е изд. – М. : Республика, 1992. – Т. 2. – 400 с.
79. Малиш Н. А. Макроекономіка : навч. посіб. / Н. А. Малиш. – 2 –ге вид., випр. – К. : МАУП, 2004. – 184 с.
80. Манів З. О. Економіка підприємства : навч. посіб. / З. О. Манів, І. М. Луцький. – К. : Знання, 2004. – 580 с. – (Вища освіта ХХІ століття).
81. Маршалл А. Принципы экономической науки : в 3 т. / А. Маршалл – М. : Прогресс, 1993. – Т. 1. – 415 с.
82. Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 1 «Подання фінансових звітів» [Електронний ресурс] / М-во фінансів України. – Режим доступу : http://www.minfin.gov.ua/control/publish/article/main?art_id=92410&cat_id=92408.

83. Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 18 «Дохід» [Електронний ресурс] : зміни та допов. станом на 31.03.2004 р. / М-во фінансів України. – Режим доступу : http://www.minfin.gov.ua/control/publish/article/main?art_id=92410&cat_id=92408.
84. Мікроекономіка і макроекономіка : підруч. [для студ. екон. спец.] : у 2 ч. / С. Будаговська, О. Кілієвич, І. Луніна [та ін.] ; за заг. ред. С. Будаговської. – К. : Основи, 2001. – 517 с.
85. Момот Т. В. Оцінка вартості бізнесу: сучасні технології / Т. В. Момот. – Х. : Фактор, 2007. – 224 с.
86. Назаренко О. М. Основи економетрики : підручник / О. М. Назаренко. – К. : Центр навч. л-ри, 2004. – 392 с.
87. Наконечний С. І. Економетрія : підручник / С. І. Наконечний, Т. О. Терещенко, Т. П. Романюк. – 2-ге вид., допов. та переробл. – К. : КНЕУ, 2000. – 296 с.
88. Негрич І. М. Методичні аспекти обліку податку на прибуток / І. М. Негрич, Т. В. Савчук // Обліково-аналітичне забезпечення системи менеджменту підприємства : наук. - практ. конф., м. Львів, 20–22 квіт. 2007 р. : тези доп. – Львів, 2007. – С. 151–152.
89. Незамайкин В. Н. Финансы организаций: менеджмент и анализ : учеб. пособие / В. Н. Незамайкин, И. Л. Юрзинова. – 3-е изд. – М. : Эксмо, 2007. – 528 с. – (Высшее экономическое образование).
90. Облікова ставка Національного банку України [Електронний ресурс] / Нац. банк України. – Режим доступу: – http://www.bank.gov.ua/Statist/Statist_data/discount_rate.htm.
91. Ольве Н.-Г. Оценка эффективности деятельности компании. Практическое руководство по использованию сбалансированной системы показателей / Нильс-Горан Ольве, Жан Рой, Магнус Веттер ; пер. с англ. – М. : Вильямс, 2003. – 304 с.
92. Орлова В. К. Аналіз відповідності П(с)БО 17 «Податок на прибуток» і МСБО 12 «Податки на прибуток» / В. К. Орлова, Т. В. Савчук // Економіка:

- проблеми теорії та практики : зб. наук. пр. / Дніпропетр. нац. ун-т. – Дніпропетровськ, 2007. – Вип. 223, т. 1. – С. 152–157.
93. Орлова В. К. Аналіз участі НАК «Нафтогаз України» в формуванні бюджету України / В. К. Орлова, Т. В. Савчук // Наук. вісн. Івано-Франків. нац. техн. ун-ту нафти і газу. – 2005. – № 2 (11). – С. 93–100.
94. Основи економічної теорії : підручник / А. А. Чухно, П. С. Єщенко, Г. Н. Клишко [та ін.] ; за ред. А. А. Чухна – К. : Вищ. шк., 2001. – 606 с.
95. Основи економічної теорії : посіб. для студ. вищ. навч. закл. / за ред. С. В. Мочерного. – К. : Академія, 2003. – 472 с.
96. Основи економічної теорії: політекономічний аспект : підручник / Г. Н. Клишко, В. П. Нестеренко, Л. О. Канищенко [та ін.] ; за ред. Г. Н. Клишка, В. П. Нестеренка. – К. : Вищ. шк., 1994. – 559 с.
97. Оценка бизнеса / под ред. А. Т. Грязновой, М. А. Федотовой. – М. : Финансы и статистика, 1998. – 512 с.
98. Оцінка ефективності інвестицій у розвідку і розробку нафтових родовищ : монографія / Я. С. Витвицький, У. Я. Витвицька, І. М. Метошоп, І. Р. Михайлів ; за ред. Я. С. Витвицького. – Івано-Франківськ : ІФНТУНГ, 2006. – 248 с.
99. Оцінка і діагностика фінансової стійкості підприємства / М. О. Кизим, В. А. Забродський, В. А. Зінченко, Ю. С. Копчак. – Х. : ІНЖЕК, 2003. – 141 с.
100. Павлючук Ю. Н. Эффективное управление инновационными проектами / Ю. Н. Павлючук, А. А. Козлов // Менеджмент в России и за рубежом. – 2002. – № 4. – С. 112-133.
101. Паливно-енергетичний комплекс України = Fuel and Energy Complex of Ukraine : загальноукр. проект / [авт.-упоряд. В. В. Болгов]. – К. : Укр. наук. т-во геральдики та вексिमології : Новий світ, 2006. – 143 с. – Текст укр. та англ. мов.
102. Панков В. А. Оценка и управление стоимостью компании на основе ценностного подхода / В. А. Панков, В. С. Рыжиков. – Краматорск : ДГМА, 2006. – 84 с.

103. Панчишин С. М. Макроекономіка : навч. посіб. / С. М. Панчишин. – К. : Либідь, 2001. – 616 с.
104. Податок на додану вартість та прогнозування його надходжень до бюджету : монографія / [М. Я. Азаров, Ф. О. Ярошенко, Т. І. Єфименко та ін.]. – К. : НДФІ, 2004. – 344 с.
105. Політична економія : навч. посіб. / О. С. Степура, О. С. Єремєєв, Т. Ю. Пономарьова, М. О. Степура. – К. : Кондор, 2006. – 408 с.
106. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 1 «Загальні вимоги до фінансової звітності» [Електронний ресурс] : затв. наказом М-ва фінансів України від 31.03.1999 р. № 87, [із змінами і допов., внесеними наказами М-ва фінансів України] / М-во фінансів України. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0391-99>.
107. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 11 «Зобов'язання» [Електронний ресурс] : затв. наказом М-ва фінансів України від 31.01.2000 р. № 20, [із змінами і допов., внесеними наказами М-ва фінансів України] / М-во фінансів України. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0085-00>.
108. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 13 «Фінансові інструменти» [Електронний ресурс] : затв. наказом М-ва фінансів України від 30.11.2001 р. № 559, [із змінами і допов., внесеними наказами М-ва фінансів України] / М-во фінансів України. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z1050-01>.
109. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 14 «Оренда» [Електронний ресурс] : затв. наказом М-ва фінансів України від 28.07.2000 р. № 181, [із змінами і допов., внесеними наказами М-ва фінансів України] / М-во фінансів України. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0487-00>.
110. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 15 «Дохід» [Електронний ресурс] : затв. наказом М-ва фінансів України від 29.11.1999 р. № 290, [із змінами і допов., внесеними наказами М-ва фінансів України] / М-во фінансів

України. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0860-99>.

111. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 17 «Податок на прибуток» [Електронний ресурс] : затв. наказом М-ва фінансів України від 28.12.2000 р. № 353, [із змінами і допов., внесеними наказами М-ва фінансів України] / М-во фінансів України. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0047-01>.

112. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 24 «Прибуток на акцію» [Електронний ресурс] : затв. наказом М-ва фінансів України від 16.07.2001 р. № 344, [із змінами і допов., внесеними наказами М-ва фінансів України] / М-во фінансів України. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0647-01>.

113. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 3 «Звіт про фінансові результати» [Електронний ресурс] : затв. наказом М-ва фінансів України від 31.03.1999 р. № 87, [із змінами і допов., внесеними наказами М-ва фінансів України] / М-во фінансів України. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0397-99>.

114. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 4 «Звіт про рух грошових коштів» [Електронний ресурс] : затв. наказом М-ва фінансів України від 31.03.1999 р. № 87, [із змінами і допов., внесеними наказами М-ва фінансів України] / М-во фінансів України. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0398-99>.

115. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 7 «Основні засоби» [Електронний ресурс] : затв. наказом М-ва фінансів України від 27.04.2000 р. № 92, [із змінами і допов., внесеними наказами М-ва фінансів України] / М-во фінансів України. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0288-00>.

116. Принципи корпоративного управління [Електронний ресурс] : затв. рішенням ДКЦПФР від 11.12.03 р. № 571 / Державна комісія з цінних паперів

- та фондового ринку України. – Режим доступу : <http://www.ssmsc.gov.ua/NA.aspx?RAID=3575>.
117. Про зміни до деяких нормативно – правових актів Міністерства фінансів України з бухгалтерського обліку [Електронний ресурс] : наказ М-ва фінансів України від 05.03.2008 р. № 353 / М-во фінансів України. – Режим доступу : http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=106345&cat_id=34932.
118. Про акціонерні товариства : Закон України від 17 верес. 2008 р. №514-VI / Верховна Рада України// Урядовий кур'єр. – 2008. – 29 жовт. (№ 202). – С. 5-12.
119. Про внесення змін до постанови Кабінету Міністрів України від 8 липня 2009 р. №711 [Електронний ресурс] : постанова Кабінету Міністрів України від 22.07.09 №765 / Кабінет Міністрів України. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=765-2009-%EF>.
120. Про цінні папери та фондовий ринок [Електронний ресурс] : Закон України від 23 лют. 2006 р. № 3480 – IV / Верховна Рада України // Відомості Верховної Ради. – 2006. - № 31. – С. 268 [з наступними змінами і доповненнями : станом на 30.04.2009 р.]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>.
121. Рассказов С. В. Стоимостные методы оценки эффективности менеджмента компании / С. В. Рассказов, А. Н. Рассказова // Финансовый менеджмент. – 2002. – №3. – С. 71– 80.
122. Рассказов С. В. Стоимостные методы оценки эффективности менеджмента компании / С. В. Рассказов, А. Н. Рассказова // Финансовый менеджмент. – 2002. – №4 . – С. 13 – 25.
123. Рикардо Д. Начала политической экономии / Д. Риккардо, // Классика экономической мысли : Сочинения. – М., 2000. – С. 403 – 479.
124. Риполь – Сарагоси Ф.Б. Основа финансового анализа : учеб. пособие / Ф. Б. Риполь – Сарагоси, В. Н. Рагрин – Ростов н/Д., 1999.- с.111
125. Річна інформація / Відкрите акціонерне товариство «Укрнафта» [Електронний ресурс] // Державна установа «Агентство з розвитку

інфраструктури фондового ринку України» – Режим доступу : <http://smida.gov.ua/db/participant/00135390>.

126. Річна інформація / Державне акціонерне товариство «Чорноморнафтогаз» [Електронний ресурс] // Державна установа «Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України» – Режим доступу : <http://smida.gov.ua/db/participant/00153117>.

127. Річна інформація / Публічне акціонерне товариство «Національна акціонерна компанія «Нафтогаз України» [Електронний ресурс] // Державна установа «Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України» – Режим доступу : <http://smida.gov.ua/db/participant/20077720>.

128. Розенберг Дж.М. Инвестиции: терминологический словарь / Дж. М. Розенберг. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 400 с. – (Библиотека словарей ИНФРА-М).

129. Савицька Г. В. Економічний аналіз діяльності підприємства : навч. посіб. / Г. В. Савицька. – 2-ге вид., випр. і допов. – К. : Знання , 2005. – 662 с. – (Вища освіта ХХІ століття).

130. Савчук В. П. Финансовый менеджмент предприятий: прикладные вопросы с анализом деловых ситуаций / В. П. Савчук. – К. : Максимум, 2001. – 600 с.

131. Савчук Т. В. Аналіз основних недоліків бухгалтерського підходу до визначення доходів та витрат / Т. В. Савчук // Фінанси України 2009 : VII Міжнар. наук.- практ. конф., м. Маріуполь, 15–20 груд. 2009 р. : матеріали. – К., 2009. – С. 23–25.

132. Савчук Т. В. Економічний прибуток: переваги використання і методика розрахунку / Т. В. Савчук // Сталий розвиток економіки. – 2010. – № 3. – С. 214–221.

133. Савчук Т. В. Інвестований капітал: види та порядок розрахунку на підставі даних фінансової звітності / Т. В. Савчук // Наук. вісн. Полтав. нац. техн. ун-ту ім. Ю. Кондратюка. – 2010. – № 1 (24) : Економіка і регіон. – С. 179–185.

134. Савчук Т. В. Концептуальні підходи до визначення основних відмінностей між вартістю і ціною капіталу / Т. В. Савчук // Інноваційна економіка. – 2010. – № 5 (19). – С. 191–194.
135. Савчук Т. В. Концептуальні підходи до відображення витрат розвідки і оцінки корисних копалин видобувними підприємствами / Т. В. Савчук // Наук. вісн. Івано-Франків. нац. техн. ун-ту нафти і газу. – 2009. – № 2 (20). – С. 24–31.
136. Савчук Т. В. Прибуток до вирахування фінансових витрат та податків: економічний зміст і методика розрахунку у вітчизняній практиці / Т. В. Савчук // Економіка розвитку. – 2010. – № 1 (53). – С. 23–26.
137. Савчук Т. В. Прогнозування ефективності використання інвестованого капіталу нафтогазовими підприємствами / Т. В. Савчук // Моделювання регіональної економіки : зб. наук. пр. – Івано-Франківськ, 2010. – № 2. – С. 379–383.
138. Савчук Т. В. Удосконалення оцінювання ефективності використання інвестованого капіталу / Т. В. Савчук // Сучасні національні економічні моделі: проблеми та перспективи розвитку : III Міжнар. наук. - практ. конф., м. Сімферополь, 24 груд. 2010 р. : матеріали. – Сімферополь, 2010. – С. 91–94.
139. Сазонець І. Л. Корпоративне управління: світовий досвід та механізми залучення інвестицій : навч. посіб. / І. Л. Сазонець – К. : Центр учбової л-ри, 2008. – 304 с.
140. Салига С.Я. Управління формуванням прибутку : монографія / С. Я. Салига, К. С. Салига, Є.Ю.Ткаченко, [ред. С.Я.Салига]. – Запоріжжя : ЗЦНТЕІ, 2006. – 282 с.
141. Самуэльсон П. Экономика : в 2 т. / П. Самуэльсон. – М. : Алгон, Машиностроение, 1994. – Т. 1 – 333 с.
142. Самуэльсон П. Экономика : в 2 т. / П. Самуэльсон. – М. : Алгон, Машиностроение, 1994. – Т. 2 – 415 с.
143. Сей Ж.-Б. Трактат по политической экономии / Ж.-Б. Сей // Трактат по политической экономии. Экономически софизмы. Экономические гармонии – М. Дело, 2000. – С. 7 – 88. – (Политическая экономия: ступени познания).

144. Селищев А. С. Микроэкономика / А. С. Селищев. – СПб. : Питер, 2002. – 448 с. – (Серия «Учебники для вузов»).
145. Семуельсон П. А. Мікроекономіка / П. А. Самуельсон, В. Л. Нордгауз ; [пер. з англ. під наук. ред. С. Панчишина]. – К. : Основи, 1998. – 676 с.
146. Синадский В. Расчет ставки дисконтирования [Электронный ресурс]/ В. Синадский // Финансовый директор. – 2003. - № 4. – Режим доступа до журн. : <http://www.fd.rud.ru/article/1716.html>.
147. Синельников Д. А. Выбор способов и источников финансирования [Электронный ресурс] / Д. А. Синельников // Финансовый менеджмент. – 2001. – № 4. – Режим доступа до журн. : – <http://www.finman.ru/articles/2001/4/596.html>.
148. Синявский Н. Г. Оценка бизнеса: гипотезы, инструментарий, практические решения в различных областях деятельности / Н. Г. Синявский. – М. : Финансы и статистика, 2004. – 240 с.
149. Сідун В. А. Економіка підприємства : навч. посіб. / В. А. Сідун, Ю. В. Пономарьова. – К. : Центр навч. л-ри, 2003. – 436 с.
150. Скобкин А. Официальный отчет о деятельности НАК «Нафтогаз Украины» [Электронный ресурс] / А. Скобкин. – Режим доступа : – <http://libymax.ru/?p=6447>.
151. Статистика: теоретичні засади і прикладні аспекти : навч. посіб. / Р. В. Фещур, А. Ф. Барвінський, В. П. Кічор [та ін.] ; за наук. ред. Р. В. Фещура. – 2-е вид., оновл. і допов. – Львів : Інтеллект – Захід, 2003. – 576 с.
152. Степанова А. Владеешь – управляй! / А. Степанова // Управление компанией. – 2008. – № 3. – С. 40-42.
153. Структура компанії : НАК «Нафтогаз України» [Электронный ресурс] / офіційний сайт компанії НАК «Нафтогаз України». – Режим доступа: <http://www.naftogaz.com/www/2/nakweb.nsf/0/58E4CCSAB6F7817BC22570D800352CC0?OpenDocument&Expand=4&>.

154. Сычева Г. И. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / Г. И. Сычева, Е. Б. Колбачев, В. А. Сычев. – Ростов н/Д. : Феникс, 2003. – 384 с. – (Серия «Учебники и учебные пособия»).
155. Тарасенко Н. В. Економічний аналіз : навч. посіб. / Н. В. Тарасенко. – 3-те вид., переробл. – Львів : Новий світ-2000, 2004. – 344 с.
156. Теорія статистики : навч. посіб. / П. Г. Вашків, П. І. Пастер, В. П. Сторожук, Є. І. Ткач. – К. : Либідь, 2001. – 320 с.
157. Уолш К. Ключові фінансові показники. Аналіз та управління розвитком підприємства / К. Уолш ; пер. з англ. – К. : Всеуито ; Наук. думка, 2001. – 367 с. – (Серія «Усе про менеджмент»).
158. Управління корпоративними фінансами : навч. посібн. [для студ. вищ. навч. закл.] / Н. М. Деева, В. Я. Олійник, Т. Ф. Григораш [та ін.] ; ред. Н. М. Деева ; Дніпропетр. держ. фінанс. акад. – К. : Центр учбової л-ри, 2007. – 200 с. – Бібліогр. : с. 175-178.
159. Феррис К. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении / К. Феррис, Б. П. Петти ; пер. с англ. – М. : Вильямс, 2003. – 256 с.
160. Фінансовий аналіз : навч. посіб. / М. Д. Білик, О. В. Павловська, Н. М. Притуляк, Н. Ю. Невмержицька. – К. : КНЕУ, 2005. – 592 с.
161. Фінансовий менеджмент : навч. посіб. / за ред. Г. Г. Кірейцева. – К. : Центр учбової л-ри, 2002. – 496 с.
162. Фінансовий менеджмент : підручник / кер. кол. авт. і наук. ред. А. М. Поддєрьогін. – К. : КНЕУ, 2005. – 536 с.
163. Фінансовий словник – довідник / М. Я. Дем'яненко, Ю. Я. Лузен, П. Т. Саблук, В. М. Скупий ; ред. М. Я. Дем'яненко ; Укр. акад. агр. наук, Ін-т агр. економіки, Відділ фін. – кредит. та податк. політики. – К. : ІАЕ УААН, 2003. – 555 с.
164. Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал / Дж. Р. Хикс ; [пер. с англ. : М. В. Бойко и др.] ; общ. ред. и вступ. ст. Р. М. Энтова. – М. : Прогресс, 1988. – 488 с. – (Экономическая мысль Запада. Для научных библиотек).

165. Хорн Д. К. ван. Основы финансового менеджмента / Д. К. ван Хорн, Д. М. Вахович (мл.) ; [пер. с англ. под. ред. В. А. Кравченко]. – 11-е изд. – М. : СПб. : К. : Вильямс, 2003. – 992 с. – Парал. тит. л. на англ. яз.
166. Хрущ Н. А. Інвестиційна діяльність: сучасні стратегії та технології : монографія. / Н. А. Хрущ. – Хмельницький : ХНУ, 2004. – 309 с.
167. Шаповал В. М. Економіка підприємства: уведення у спеціальність : навч. посіб. / В. М. Шаповал, Р. Н. Аврамчук, О. В. Ткаченко ; за ред. В. А. Ткаченка. – К. : Центр учбової л-ри, 2003. – 288 с.
168. Шапран Н. Розміщення акцій: стратегія вибору [Електронний ресурс] / Н. Шапран // Цінні папери України. – 2009. – 02.07. – Режим доступу: <http://www.corporation.com.ua/library/publication/pub.php?id=268>
169. Шваб Л. І. Економіка підприємства : навч. посіб. [для студ. вищ. навч. закл.] / Л. І. Шваб. – 2-ге вид. – К. : Каравела, 2005. – 568 с.
170. Шелобаев С. И. Математические методы и модели в экономике, финансах, бизнесе / С. И. Шелобаев. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2001. – 367 с.
171. Экономическая теория : учеб. пособие [под ред. Т. Г. Бродской, В. И. Видяпина, В. В. Громыко и др.]. – М. : РИОР, 2008. – 208 с.
172. Экономический анализ : учебник для вузов / под. ред. Л. Т. Гиляровской. – 2-е изд., доп. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – 615 с.
173. Юхименко П. І. Історія економічних учень : навч. посіб. / П. І. Юхименко, П. М. Леоненко. – К. : Знання-Прес, 2000. – 514 с. – (Вища освіта ХХІ століття).
174. Яремко І. Й. Теоретичні і прикладні засади формування вартості машинобудівних підприємств : монографія / І. Й. Яремко. – Львів : Вид-во Нац. ун-ту «Львівська політехніка», 2008. – 260 с.
175. Яремко І. Я. Управління капіталом підприємства: економічний і фінансовий інструментарій : монографія / І. Й. Яремко. – Каменяр, 2006. – 176 с.