

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА**

Факультет фінансів

Кафедра корпоративних фінансів і контролінгу

**ОСВІТНЬО-ПРОФЕСІЙНА
ПРОГРАМА**

«Інвестиційний менеджмент»

Галузь знань

07 «Управління та адміністрування»

Спеціальність

072 «Фінанси, банківська справа
та страхування»

Форма навчання: денна

КВАЛІФІКАЦІЙНА БАКАЛАВРСЬКА РОБОТА

на тему: «Ціна інвестиційного капіталу»

здобувача Скрипника Рустама Володимировича

Науковий керівник: д.е.н., проф. Онікієнко С. В.

(підпис)

**Робота допущена до захисту перед
екзаменаційною комісією з атестації здобувачів
вищої освіти (ЕК)**

Завідувач кафедри корпоративних фінансів і контролінгу:
д.е.н., проф. Терещенко О.О.

Київ 2023

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ І ОЦІНКИ ЦІНИ ІНВЕСТИЦІЙНОГО КАПІТАЛУ	6
1.1. Ціна капіталу як один з ключових факторів інвестиційної оцінки і прийняття фінансових рішень.....	6
1.2. Індивідуальна ціна джерел фінансування та методи оцінки ціни інвестиційного капіталу.....	12
1.3. Використання показника ціни інвестиційного капіталу для оцінки інвестиційних проектів.....	21
РОЗДІЛ 2. ОЦІНКА ЦІНИ ІНВЕСТИЦІЙНОГО КАПІТАЛУ ТА ЇЇ ВИКОРИСТАННЯ ПРОЦЕСІ ФІНАНСУВАННЯ ПРОЕКТІВ В УКРАЇНІ	26
2.1. Практика використання методик оцінки ціни інвестиційного капіталу: нормативно-правове регулювання і внутрішньокорпоративні методи оцінки..	26
2.2. Визначення ціни інвестиційного капіталу і її використання для оцінки бізнесу на прикладі ПАТ «Центренерго»	36
РОЗДІЛ 3. ПРОБЛЕМИ ОЦІНКИ ЦІНИ ІНВЕСТИЦІЙНОГО КАПІТАЛУ В УКРАЇНІ ТА ШЛЯХИ ЇХ ВИРІШЕННЯ	43
3.1. Проблеми та перспективи розвитку методів оцінки ціни інвестиційного капіталу.....	43
3.2. Особливості локалізації і використання в Україні кращих зарубіжних практик оцінки і використання показника ціни інвестиційного капіталу.....	49
ВИСНОВКИ	54
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	58
ДОДАТКИ	62

ВСТУП

Актуальність теми. Оцінка вартості капіталу визначається тим, що капітал, так само як і будь-який інший ресурс для виробництва та інвестицій, має свою вартість, яка виражається у витратах на його залучення та обслуговування.

Вартість капіталу вимірюється у процентах і визначається співвідношенням коштів, які підприємство фактично сплачує власникам за використання їх капіталу, до загального обсягу залучених ресурсів з даного джерела формування капіталу. Однак, концепція вартості капіталу не обмежується лише визначенням сум коштів, які підприємство має сплатити власникам за використання їх капіталу. Ціна капіталу слугує показником доходності діяльності підприємства, базовим критерієм ефективності фінансових інвестицій і механізмом управління структурою капіталу. Цей показник має тісний зв'язок зі загальною вартістю підприємства (величиною власного капіталу). Наприклад, якщо підприємство бере участь у інвестиційному проекті, доходність якого нижча за ціну капіталу, то вартість бізнесу вже від початку реалізації проекту зменшиться. Крім того, зміна ціни акцій підприємства на фондовому ринку впливає на зміну вартості капіталу. Таким чином, вартість капіталу є ключовим елементом теорії та практики прийняття інвестиційних рішень.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблема оцінки вартості капіталу є однією з ключових тем у фінансовому менеджменті, і її досліджують такі автори, як Ю.Бріггем, А.Дамодаран, Л.Гапенський, Р.Брейлі, Дж.Ван Хорн, І.Бланко, Т.Теплова, В.Ковальов, Є.Стойнова, О.Терещенко, Г.Швиданенко, Н.Шевчук, Н. Бабяк, Л.Ремньова та інші.

Мета кваліфікаційної бакалаврської роботи – дослідити економічну природу ціни інвестиційного капіталу, проаналізувати актуальні методики і методи оцінки ціни інвестиційного капіталу, які використовується учасниками

фінансового ринку в Україні та окреслити потенційні напрямки вдосконалення методик оцінки ціни інвестиційного капіталу в Україні.

Відповідно до поставленої мети були визначені такі завдання:

- визначити економічну сутність ціни капіталу як одного з ключових факторів інвестиційної оцінки і прийняття фінансових рішень;
- визначити індивідуальну ціну джерел фінансування та методи оцінки ціни інвестиційного капіталу;
- дослідити використання показника ціни інвестиційного капіталу для оцінки інвестиційних проектів;
- проаналізувати практику використання методик оцінки ціни інвестиційного капіталу: нормативно-правове регулювання і внутрішньокорпоративні методи оцінки;
- визначити ціну інвестиційного капіталу і її використання для оцінки бізнесу (на прикладі ПАТ «Центренерго»)
- проаналізувати проблеми та перспективи розвитку методів оцінки ціни інвестиційного капіталу;
- дослідити особливості локалізації і використання в Україні кращих зарубіжних практик оцінки і використання показника ціни інвестиційного капіталу.

Об'єкт дослідження – фінансово-економічні відносини, що виникають у процесі залучення інвестиційного капіталу і фактори які впливають на формування ціни інвестиційного капіталу у процесі фінансування і реалізації інвестиційних проектів

Предметом дослідження є теоретико-методичні засади, організаційні механізми та фінансово-економічні методи визначення ціни інвестиційного капіталу.

Методи дослідження. В основу дослідження покладено системний, структурно-функціональний і синергетичний підходи та методи економічних досліджень: емпіричний, статистичний, факторного та порівняльного аналізу, економіко-математичний. Ці підходи та методи дозволили визначити специфіку

оцінки інвестиційного капіталу, оцінити їх ефективність та визначити основні напрями удосконалення.

У процесі дослідження використано методи аналізу та синтезу для уточнення сутності ціни капіталу; структурно-функціональний метод - для систематизації методів оцінки ціни інвестиційного капіталу; статистичні методи - для визначення тенденцій та структури ціни інвестиційного капіталу для ПАТ «Центренерго».

Теоретична, методична та практична значущість отриманих результатів. На основі аналізу стану формування та використання фінансових ресурсів ПАТ «Центренерго», надані шляхи покращення удосконалення оцінки ціни інвестиційного капіталу.

Описана і застосована методика проведення фінансового аналізу може бути використана на практиці під час оцінки ціни інвестиційного капіталу для ПАТ «Центренерго»

Інформаційна база дослідження включає офіційні дані Державної служби статистики України, законодавчі та інші нормативно-правові акти, монографічні праці та наукові публікації, дані бухгалтерської та статистичної звітності ПАТ «Центренерго», а також результати особистих досліджень інтернет ресурсів.

Структура роботи. Робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ І ОЦІНКИ ЦІНИ ІНВЕСТИЦІЙНОГО КАПІТАЛУ

1.1. Ціна капіталу як один з ключових факторів інвестиційної оцінки і прийняття фінансових рішень

В умовах ринкової економіки, основним завданням управління підприємством є збільшення його ринкової вартості, яка визначається вартістю майна компанії. Дослідження оцінювання розміщення та ефективності формування фінансових ресурсів, а також фінансування, як основи формування активів підприємства, є важливим завданням корпоративного менеджменту, а успішне вирішення цих завдань залежить від оптимальної структури активів та пасивів компанії. Реалізація цих завдань потребує адекватного оцінювання власного інвестиційного капіталу, оскільки це є необхідною умовою для забезпечення достовірності і об'єктивності фінансової звітності компанії. Навіть якщо бухгалтерський облік ведеться бездоганно, без адекватного оцінювання власного капіталу буде складно забезпечити достовірність фінансових показників компанії.

Ціна капіталу відіграє важливу роль у процесі інвестиційної оцінки та прийнятті фінансових рішень. Вона є одним з ключових факторів, які впливають на рентабельність та ефективність інвестиційних проектів. Вартість капіталу визначається відсотковою ставкою, яку підприємство мусить платити за використання залученого капіталу [1, с. 112].

Оцінка вартості капіталу залежить від кількох факторів. Перш за все, це ризик. Чим вищий ризик пов'язаний з інвестиційним проектом, тим вища вартість капіталу. Інвестори традиційно очікують вищу компенсацію за ризик, який вони на себе приймають інвестуючи кошти. Крім того, стан ринку капіталу

також впливає на вартість капіталу. Якщо на ринку пропонується обмежений обсяг капіталу або існує велика конкуренція за його залучення, це може призвести до зростання вартості капіталу.

Оцінка вартості капіталу є ключовим етапом прийняття фінансових рішень. За допомогою розрахунків вартості капіталу, підприємство може визначити, яка інвестиційна або фінансова пропозиція є доцільною та прибутковою. Вибір проекту або вкладення, яке має вищу дохідність, ніж вартість капіталу, вважається раціональним рішенням. З іншого боку, проекти з низькою дохідністю в порівнянні з вартістю капіталу можуть бути відхилені [2, с. 213].

Оцінка вартості капіталу є комплексною задачею, оскільки вона включає в себе оцінку ризиків, врахування очікуваної доходності та аналіз ринкових умов. Використання вірних методик та збалансоване урахування всіх факторів допомагають забезпечити обґрунтовану оцінку вартості капіталу та прийняття обґрунтованих фінансових рішень.

Вартість капіталу підприємства найчастіше використовується як інструмент для управління формуванням та ефективністю використання капіталу. Іншими словами, вартість капіталу можна розуміти як ціну, за яку підприємство залучає капітал з різних доступних йому джерел. Використовуючи відносні річні витрати на обслуговування зобов'язань перед власниками та інвесторами, вартість капіталу можна виразити кількісно відсотками. Цей показник є відносним і характеризує безумовні витрати, пов'язані з залученням капіталу.

Варто зазначити, що поняття вартості капіталу є розрахунковим, багатозначним та включає думки та підходи різних суб'єктів. Визначення вартості капіталу може варіюватися залежно від контексту та особливостей кожного підприємства. Під час визначення потенціалу розвитку підприємницької структури для забезпечення стійкого розвитку в майбутньому, оцінювання вартості капіталу набуває особливої важливості. Водночас, оцінка вартості капіталу підприємства може служити основою для визначення

стратегічних цілей, враховуючи інформаційні, виробничі, фінансові та інші можливості підприємства [3, с. 1155].

Слушним є твердження Н. Пойда-Носик щодо того, що вартість капіталу підприємства можна розглядати як загальний показник ціни всіх ресурсів, що були залучені ним для господарської діяльності. Цю вартість можна розглядати з декількох аспектів:

1. Для самого підприємства, яке залучає власні фінансові ресурси, вона є платою за використання цих ресурсів.
2. Для інвестора, вона визначає рівень доходності, очікуваний від вкладення капіталу в це підприємство.
3. Під час залучення позичкових коштів, вона визначає мінімальний рівень рентабельності, який підприємство має забезпечити для беззбиткової діяльності.

Вартість капіталу підприємства є важливим показником, який відображає економічну ефективність використання ресурсів і впливає на рішення щодо фінансування, інвестицій та розвитку підприємства [4, с. 120].

Загалом, оцінювання вартості капіталу підприємства базується на наступних принципах (рис. 1.1). Один із ключових етапів в оцінюванні вартості капіталу суб'єкта господарювання - це фінансовий аналіз, який відображає фактичний фінансовий стан підприємства та ступінь фінансових ризиків. Результати фінансового аналізу визначають можливості прогнозування доходів та витрат суб'єкта господарювання. Традиційно, фінансовий стан підприємства оцінюється з використанням показників фінансової стійкості, ліквідності, рентабельності та ділової активності. Слушною є думка що, велику роль в цьому оцінюванні відіграють показники ринкової активності, які відображають рівень присутності суб'єктів на фондовому ринку і відображають цінність та дохідність їх корпоративних цінних паперів.



Рисунок 1.1. – Принципи оцінювання вартості капіталу підприємства

Джерело: складено автором на основі [5, с. 656]

Варто відзначити, що оцінка вартості капіталу підприємницьких структур базується на різних теоретико-методологічних підходах (Рис. 1.2). Наприклад, витратний підхід до оцінювання дозволяє оцінити підприємство шляхом

визначення сукупності активів, необхідних для виробництва певного обсягу продукції.

Цей підхід є доцільним в таких випадках:

- 1) коли на підприємстві використовують індексування необоротних активів з урахуванням рівня інфляції;
- 2) при оцінюванні вартості капіталу підприємства можна обмежитися фінансовою звітністю суб'єкта господарювання;
- 3) якщо поряд з витратним підходом до оцінювання можна також використовувати альтернативні підходи до оцінки вартості капіталу.

Згідно з порівняльним підходом, вартість капіталу суб'єкта господарювання залежить від ринкової ситуації і визначається шляхом порівняння угод купівлі-продажу подібних об'єктів. Для успішного застосування цього підходу необхідно мати розвинений ринок нерухомості та відсутність асиметрії у доступі до інформації.

У дохідному методі особливістю є те, що його основою є поточна вартість очікуваних доходів, які можна отримати від максимально ефективної фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання. Проте, слід відзначити, що такий метод не може бути застосований до підприємств, які зазнають збитків, або неприбуткових організацій.

Загалом, оцінка вартості капіталу є необхідною для прийняття інвестиційних рішень та ефективного управління фінансовими ресурсами підприємства. Розуміння вартості капіталу дозволяє здійснювати обґрунтовані вибори щодо залучення ресурсів, визначення вартості проектів та оцінки ризиків.

Окремо слід відзначити, що правильна оцінка ціни капіталу допомагає уникнути недооцінки або переоцінки інвестиційних можливостей, забезпечує раціональне прийняття рішень та оптимізацію використання капіталу. Вона також впливає на вартість капіталу, доступність фінансування та загальну фінансову стійкість організації.

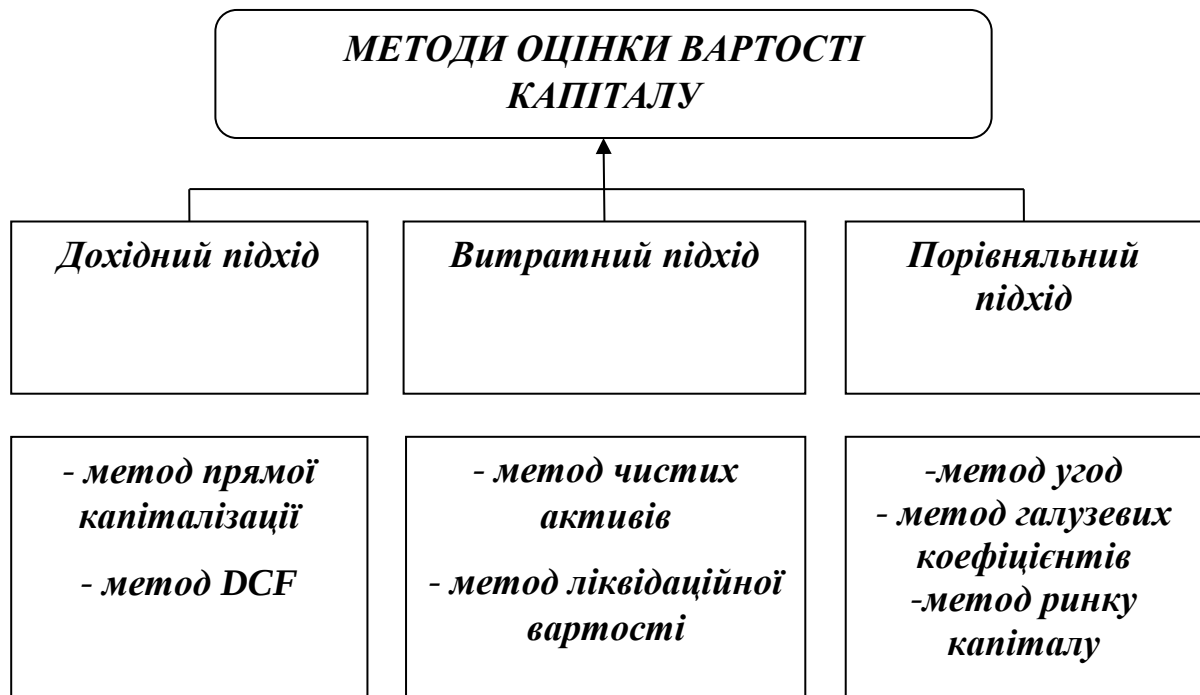


Рисунок 1.2. – Основні методи оцінки вартості капіталу підприємства

Джерело: складено автором на основі [6]

В цілому, оцінка вартості капіталу є складним і багатогранним процесом, який базується на різних моделях та методологіях. Для досягнення валідних результатів необхідно враховувати різноманітні фактори, такі як ринкові умови, фінансові показники, ризики та очікувані доходи. Правильна оцінка вартості капіталу допомагає приймати обґрунтовані рішення щодо інвестицій, фінансування та розвитку підприємства. Отже, дослідження вартості капіталу є актуальним завданням у галузі фінансів та управління, і має велике значення для підприємств у процесі прийняття стратегічних та інвестиційних рішень. Врахування ризиків, ринкових умов та доходності допомагає забезпечити ефективне використання капіталу та досягнення максимальної вартості для організації. визначення точної ціни капіталу може бути складним завданням, оскільки воно залежить від багатьох факторів і може варіюватися залежно від конкретної ситуації та ринкових умов. Також, різні методи і моделі можуть давати різні результати, що вимагає об'єктивної оцінки та аналізу.

1.2. Індивідуальна ціна джерел фінансування та методи оцінки ціни інвестиційного капіталу

Оцінка вартості інвестиційного капіталу є важливим і значимим процесом для багатьох компаній, інвесторів та фінансових аналітиків. Вона дозволяє визначити належну ціну, яку інвестори мають платити за капітал, щоб забезпечити належний рівень доходності своїх інвестицій. Оцінка вартості капіталу залежить від різних факторів та використовує різні методи і моделі.

Капітал, який використовує підприємство, є неоднорідним за своїми властивостями і функціями, що обумовлює наявність специфіки оцінки для окремих його складових – власного та позикового капіталу (табл. 1).

Таблиця 1.1. – Особливості оцінки різних складових капіталу [7]

Критерій	Власний капітал	Позиковий капітал
Можливість чіткого визначення вартості	Оцінка вартості до певної міри є умовною, оскільки витрати на обслуговування капіталу можуть бути кориговані під час використання капіталу.	Визначення вартості капіталу чітко визначається умовами контракту і залишається незмінним під час використання капіталу
Необхідність врахування податкового чинника	Використання податкового щита не передбачається, оскільки виплати дивідендів акціонерам здійснюються за рахунок чистого прибутку, що збільшує вартість власного капіталу порівняно з позичковим.	Проте, врахування податкового коректору є обов'язковим в процесі оцінки капіталу, оскільки витрати на обслуговування боргу впливають на податок на прибуток.
Вимога акумулювання коштів для повернення залучених коштів	Повернення залученого капіталу не передбачається, тому підприємство сплачує лише проценти та дивіденди власникам акцій.	Окрім того, передбачено погашення суми основного боргу, крім сплати процентів за обслуговування позикового капіталу
Рівень ризику для підприємства	У зв'язку з відсутністю вимоги повернення коштів та жорстко встановленої вартості обслуговування, вартість капіталу для позикового капіталу є нижчою.	Однак, існує кредитний і процентний ризики.
Рівень ризику для інвесторів	Претензії власників позикового капіталу задовольняються у разі банкрутства акціонерного товариства в останню чергу, що збільшує вартість капіталу на розмір премії за ризик	Залишається нижчою, ніж для власного капіталу.

Таким чином, для підприємства є менш ризикованим залучення власного капіталу, яке, у більшості випадків, передбачає можливість коригування вартості капіталу, що використовується, за результатами діяльності підприємства. При цьому, позикові (боргові) джерела фінансування підприємства є більш дешевими у порівнянні з власними, що обумовлюється двома факторами: по-перше, нижчим рівнем ризику для інвесторів, а по-друге, можливістю використання податкового щита.

Важливим елементом оцінки вартості підприємства є визначення вартості капіталу, який є в його розпорядженні. Це поняття характеризує ціну залучення ним фінансових ресурсів. Іншими словами, це винагорода, за яку капіталодавці погоджуються вкладати кошти в даний бізнес.

Основні моделі оцінки вартості капіталу подано на наступному рисунку 1.3.

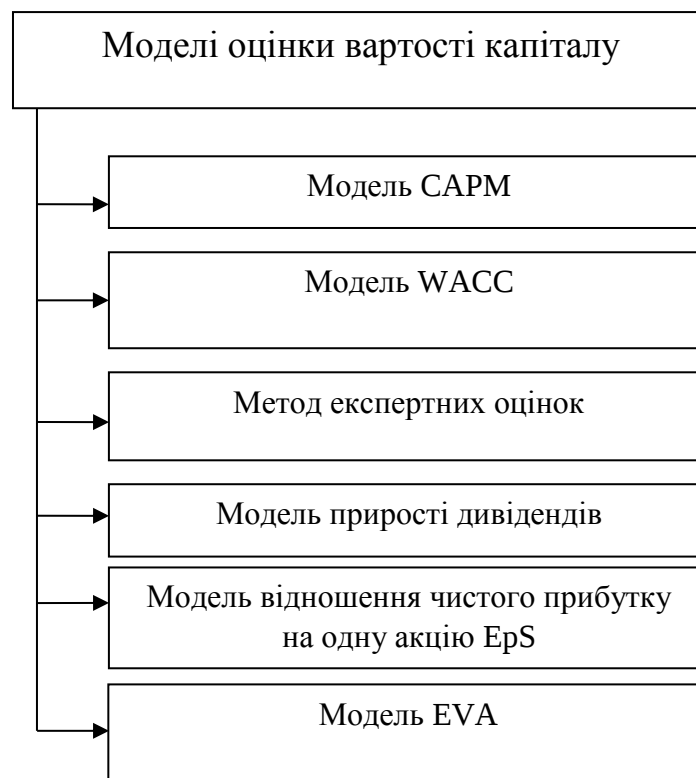


Рисунок 1.3. – Основні методи оцінки вартості інвестиційного капіталу

Джерело: [8]

Модель CAPM (Capital Asset Pricing Model) є однією з ключових моделей оцінки вартості капіталу і використовується для визначення прийнятної доходності фінансових активів, зокрема акцій.

Формула CAPM (Capital Asset Pricing Model) використовується для розрахунку очікуваної доходності капіталу і має наступний вигляд [6]:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i * (R_m - R_f) \quad (1.1)$$

де:

- $E(R_i)$ - очікувана доходність акції або капіталу
- R_f - безризикова ставка доходності
- β_i - бета-коефіцієнт акції або капіталу
- R_m - очікувана доходність ринку акцій
- $(R_m - R_f)$ - ринкова премія, різниця між очікуваною доходністю ринку і безризиковою ставкою

Ця формула вираховує очікувану доходність капіталу шляхом додавання безризикової ставки до добутку бета-коефіцієнту на ринкову премію. Бета-коефіцієнт відображає чутливість акції до змін загального ринкового ризику.

Ця формула дозволяє оцінити вартість капіталу, враховуючи ризиковість акції або капіталу порівняно з безризиковою ставкою та ринковою премією. Вона допомагає інвесторам та компаніям приймати рішення щодо інвестицій, фінансування проектів та визначення цін на ринку капіталу.

Основна ідея моделі CAPM полягає в тому, що доходність капіталу повинна бути пропорційною до ризику, який приймає інвестор. Модель CAPM враховує взаємозв'язок між ризиком, вимогами до доходності та ринковою премією.

Основні компоненти моделі CAPM:

1. Безризикова ставка: Це ставка доходності, яку інвестор може отримати вкладаючи свої кошти у безризиковий актив, такий як державні облігації. Безризикова ставка виступає в моделі CAPM як базовий рівень доходності, який вважається безризиковим.

2. Ринкова премія: Це надбавка до безризикової ставки, яка компенсує інвесторів за ризиковість вкладення коштів на ринку капіталу. Вона відображає очікувану середню доходність ринку акцій порівняно з безризиковою ставкою.
3. Бета-коефіцієнт: Це міра відносної чутливості акції до змін загального ринкового ризику. Бета-коефіцієнт вказує, наскільки акція буде реагувати на рухи ринку загалом. Високий бета-коефіцієнт вказує на вищий ризик акції, тоді як низький бета-коефіцієнт вказує на менший ризик.
4. Очікувана доходність: За моделлю CAPM, очікувана доходність акції розраховується шляхом додавання безризикової ставки до ринкової премії, помноженої на бета-коефіцієнт акції [8].

Оцінка капіталу за допомогою моделі CAPM дозволяє інвесторам і компаніям оцінювати вартість капіталу, враховуючи ризиковість активів та загальну ринкову ситуацію. Вона може бути використана для прийняття рішень щодо фінансування проектів, визначення вартості компаній або при встановленні належних цін на ринку капіталу. Однак, слід пам'ятати, що CAPM має свої обмеження і може не враховувати всі фактори, що впливають на вартість капіталу.

Також, в практиці доволі часто використовується метод середньозваженої вартості капіталу.

Модель WACC (Weighted Average Cost of Capital) використовується для визначення зваженої середньозваженої вартості капіталу і використовується для оцінки вартості фінансових ресурсів, які використовуються компанією для фінансування її діяльності. Формула WACC має наступний вигляд:

$$WACC = (E/V) * Re + (D/V) * Rd * (1 - Tc) \quad (1.2)$$

де:

- WACC - зважена середньозважена вартість капіталу
- E - вартість власного капіталу компанії
- V - загальна вартість капіталу компанії (власний капітал + заборгованість)

- R_e - вимога до доходності власного капіталу (рівень доходності, який інвестори очікують отримати за вкладення коштів в компанію)
- D - вартість заборгованості компанії (наприклад, облігації або позики)
- R_d - вимога до доходності заборгованості (рівень доходності, який кредитори очікують отримати за позику)
- T_c - ставка податку на прибуток [9].

Формула WACC враховує зважену середню вартість капіталу компанії, відображаючи пропорцію вартості власного капіталу та заборгованості у загальній вартості капіталу. Це дозволяє компаніям враховувати вартість фінансових ресурсів, які використовуються для фінансування їх діяльності.

Застосування моделі WACC включає оцінку інвестиційних проєктів, визначення вартості компанії, прийняття рішень щодо капіталовкладень та встановлення цін на ринку капіталу. Врахування вартості капіталу через WACC є важливим елементом фінансового аналізу і управління ризиками.

Експертний метод підрахунку компонентів ризику може бути застосований під час оцінки вартості капіталу. При оцінці вартості капіталу експертна група може оцінити різні фактори ризику, які впливають на доходність та вартість капіталу компанії. Нижче наведені кілька компонентів ризику, які можуть бути оцінені експертами під час оцінки вартості капіталу:

1. Ризик підприємництва: Експерти можуть оцінити ризик, пов'язаний з діяльністю компанії, включаючи бізнес-ризик, інноваційність, конкурентну ситуацію та інші фактори, які можуть вплинути на доходність капіталу.
2. Ринковий ризик: Експерти можуть оцінити ризик, пов'язаний зі змінами на ринку, такі як зміни в попиті, кон'юнктурні коливання, зміна цін на сировину або товари, політичні та економічні фактори, що впливають на ринок.
3. Фінансовий ризик: Експерти можуть оцінити ризик, пов'язаний з фінансовим станом компанії, включаючи заборгованість,

платоспроможність, фінансові обмеження та інші фінансові фактори, які можуть впливати на доходність капіталу.

4. Макроекономічний ризик: Експерти можуть оцінити ризик, пов'язаний зі змінами в макроекономічному середовищі, такі як інфляція, процентні ставки, політичні ризики та інші економічні фактори, що можуть вплинути на доходність капіталу [10].

Експертний метод дозволяє враховувати різні компоненти ризику, які можуть бути важливими при оцінці вартості капіталу. Важливо мати експертну групу з належними знаннями та досвідом для правильної оцінки цих компонентів ризику.

Модель приросту дивідендів є однією з методик, що використовуються під час оцінки вартості капіталу (модель Гордона). Ця модель базується на припущенні, що вартість акцій або капіталу залежить від очікуваного приросту дивідендів у майбутньому. Ціна залучення власного капіталу визначається як відношення прогнозованої суми дивідендів на наступний рік до курсу акцій, скоригованого на величину приросту дивідендів.

Основні кроки використання моделі приросту дивідендів для оцінки вартості капіталу:

- прогнозування дивідендів: Спочатку потрібно здійснити прогноз дивідендів компанії на майбутні періоди. Це може включати аналіз фінансових даних, звітів компанії, тенденцій ринку та інших факторів, які впливають на дивіденди;
- визначення ставки зростання дивідендів: Наступним кроком є визначення очікуваної ставки зростання дивідендів у майбутньому. Це може бути визначено на основі історичних даних компанії, прогнозних аналізів або загальних тенденцій в галузі;
- визначення вимоги до доходності: Потрібно встановити вимоги до доходності, які інвестори вимагають для вкладення коштів в акції або капітал компанії. Це може включати безризикову ставку доходності та премію за ризик.

- розрахунок вартості капіталу: Застосовуючи формулу моделі приросту дивідендів, можна розрахувати вартість капіталу компанії. Формула може мати наступний вигляд:

$$\text{Вартість капіталу} = \text{Дивіденд на акцію} / (\text{Вимога до доходності} - \text{Ставка зростання дивідендів}) \quad (1.3.)$$

Ця модель дозволяє оцінити вартість капіталу на основі очікуваного приросту дивідендів у майбутньому. Проте, варто зазначити, що ця модель має свої обмеження і не враховує інші фактори, такі як ризики, стан ринку або фінансові показники компанії [11].

Модель відношення чистого прибутку на одну акцію до ринкового курсу акцій використовується для оцінки вартості акцій компанії відносно їх поточного ринкового курсу. Ця модель допомагає інвесторам та аналітикам визначити, чи є акції переоціненими або недооціненими на ринку.

Основна ідея моделі полягає в тому, що вона вимірює, скільки чистого прибутку генерує компанія на одну акцію та порівнює це зі значенням ринкового курсу акцій. Це дозволяє встановити, чи вартість акцій компанії відображає їх реальну прибутковість.

Формула моделі відношення чистого прибутку на одну акцію до ринкового курсу акцій має наступний вигляд:

$$\text{Відношення чистого прибутку на одну акцію} = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Кількість акцій}} \quad (1.4)$$

$$\text{Вартість акцій} = \frac{\text{Відношення чистого прибутку на одну акцію}}{\text{Ринковий курс акцій}} \quad (1.5)$$

Для порівняння вартості акцій з їх ринковим курсом можна використовувати показник Р/Е (Price-to-Earnings ratio), який відображає, скільки разів чистий прибуток на акцію міститься в їх ринковому курсі. Чим нижчий показник Р/Е, тим дешевші вважаються акції відносно їх прибутковості.

Модель відношення чистого прибутку на одну акцію до ринкового курсу акцій допомагає інвесторам зрозуміти, чи є акції підінвестованими або переоціненими на ринку та прийняти обґрунтовані рішення щодо інвестування.

Модель EVA (Economic Value Added) є фінансовим показником, що використовується для оцінки ефективності діяльності підприємства і прийняття фінансових рішень. Основна ідея EVA полягає в тому, що приріст вартості підприємства можливий лише за умови, коли дохідність інвестованого капіталу перевищує вартість його використання [12, с. 135].

Характеристики моделі EVA включають:

1. Вимірювання вартості: EVA визначається як різниця між чистим прибутком підприємства і зваженою середньозваженою вартістю капіталу, інвестованого в підприємство.
2. Орієнтація на довгострокове створення вартості: EVA спрямована на вимірювання вартості, створеної підприємством протягом тривалого періоду. Це дозволяє керівникам оцінити ефективність стратегічних рішень та інвестицій.
3. Зв'язок зі сталою вартістю капіталу: EVA враховує вартість капіталу, інвестованого в підприємство, зокрема власний капітал та залучений зовнішній капітал. Це відображає вплив вартості капіталу на дохідність підприємства.
4. Порівняння зі витратами капіталу: EVA враховує вартість капіталу на основі зваженої середньозваженої вартості капіталу (WACC). Це дає можливість порівняти дохідність підприємства з витратами на капітал і визначити, чи вдається підприємству перевищувати вартість свого капіталу.
5. Фокус на створенні вартості для акціонерів: EVA орієнтована на створення вартості для акціонерів, оскільки враховує вартість капіталу, який належить акціонерам. Це дозволяє оцінити ефективність використання капіталу з точки зору акціонерської вартості [13, с. 116].

Розрахунок EVA можна представити наступним чином:

$$EVA = NOPAT - WACC * CE \quad (1.5).$$

Модель EVA надає компаніям і керівникам інструмент для оцінки ефективності та визначення пріоритетних напрямків для створення вартості.

Використання EVA дозволяє зосередитись на підвищенні дохідності капіталу та оптимізації фінансових рішень для досягнення більшої вартості для акціонерів.

Як висновок слід відзначити, що методи оцінки ціни інвестиційного капіталу є важливим інструментом у фінансовому управлінні та прийнятті рішень. Вони дозволяють оцінити вартість капіталу, визначити оптимальну ціну, інвестиційний ризик та потенційний дохід від інвестиційних проектів. У дослідженні методів оцінки ціни інвестиційного капіталу виявлено різноманітні підходи та моделі, такі як WACC (зважена середня вартість капіталу), CAPM (модель оцінки активів за ризиком), модель приросту дивідендів та інші. Кожен з цих методів має свої переваги та обмеження і може бути застосований залежно від конкретної ситуації та потреб оцінки.

Оцінка ціни інвестиційного капіталу вимагає збору та аналізу різних даних, таких як фінансова звітність, ринкові умови, ставки ризику та вартість капіталу. Цей процес включає розрахунки, моделювання та урахування прогнозних факторів для отримання точної оцінки. Використання методів оцінки ціни інвестиційного капіталу допомагає приймати обґрунтовані рішення щодо розподілу та використання капіталу, визначати стратегії фінансування та розраховувати потенційний дохід для організації. Вони є важливим інструментом у фінансовому управлінні, допомагаючи забезпечити ефективне використання капіталу та досягнення фінансових цілей компанії.

1.3. Використання показника ціни інвестиційного капіталу для оцінки інвестиційних проектів

Оцінка інвестиційних проектів є важливим етапом в прийнятті рішень щодо розміщення капіталу. Використання показника ціни інвестиційного капіталу дозволяє оцінити вигідність та ризики інвестиційного проекту з точки зору вартості капіталу, що залучається для його реалізації. Оцінка інвестиційного проекту за допомогою показника ціни інвестиційного капіталу вимагає врахування таких факторів, як очікувані потоки грошових коштів,

вартість капіталу, ризики та строк окупності проекту. Цей показник дає можливість порівняти дохідність проекту з вартістю капіталу, що використовується для його фінансування.

Оцінка інвестиційних проектів є важливим етапом у процесі прийняття рішень щодо розміщення капіталу підприємства. Використання показника ціни інвестиційного капіталу дозволяє здійснити аналіз прибутковості проекту, визначити ризики та ефективність використання капіталу. Цей показник залежить від таких факторів, як очікувані потоки грошових коштів, вартість капіталу та строк окупності проекту.

Застосування показника ціни інвестиційного капіталу дає можливість оцінити вигідність інвестиційного проекту з точки зору вартості капіталу, що залучається для його реалізації. Прийняття рішення щодо розміщення капіталу в інвестиційний проект передбачає збалансоване врахування показників прибутковості та ризиків. Застосування показника ціни інвестиційного капіталу допомагає визначити оптимальний рівень капіталовкладень, що забезпечує максимальну вартість для підприємства.

Основні моделі оцінки ефективності інвестиційних проектів подано на наступному рисунку 1.4.

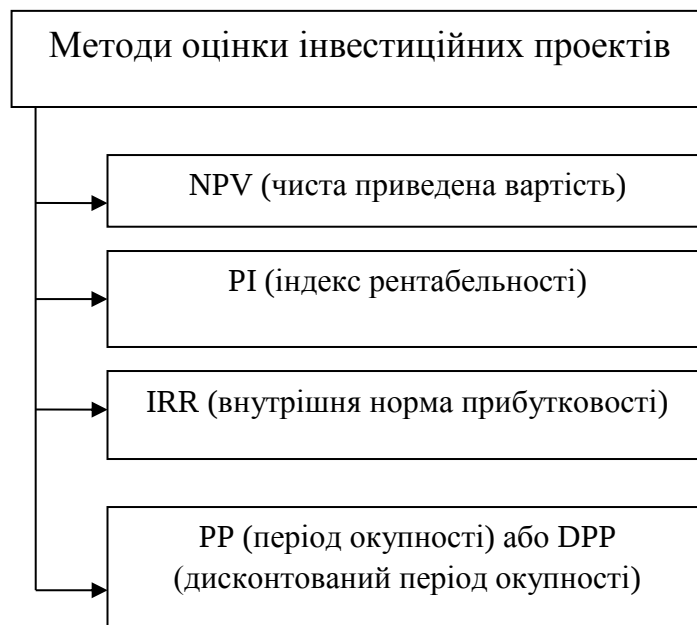


Рисунок 1.4. – Основні методи оцінки вартості інвестиційного капіталу

Джерело: [14]

Метод дисконтування грошових потоків є одним з найпоширеніших методів оцінки інвестиційних проектів та вартості капіталу. Цей метод базується на принципі часової цінності грошей, враховуючи те, що гроші отримані в майбутньому мають меншу вартість, ніж гроші отримані в даний момент часу.

Для застосування методу дисконтування грошових потоків, спочатку визначаються грошові потоки, які очікується отримати в результаті інвестиційного проекту протягом певного періоду часу. Грошові потоки можуть бути доходами, витратами або комбінацією обох. Наступним кроком є визначення дисконтувальної ставки, яка відображає вартість грошей у майбутньому порівняно з поточним моментом.

Для дисконтування грошових потоків застосовується формула:

$$NPV = CF1 / (1 + r)^1 + CF2 / (1 + r)^2 + \dots + CFn / (1 + r)^n, \quad (1.5)$$

де NPV - присутня вартість грошових потоків, CF1, CF2, ..., CFn - грошові потоки, r - дисконтувальна ставка, n - кількість періодів.

Застосування методу дисконтування грошових потоків дозволяє враховувати часову цінність грошей, оцінювати доцільність інвестиційних проектів та визначати вартість капіталу. Цей метод дозволяє порівняти різні проекти та вибрати найбільш ефективний з економічної точки зору. Крім того, метод дисконтування грошових потоків допомагає враховувати ризики та невпевненість, а також забезпечує більш об'єктивні результати оцінки проектів [15].

Іншим показником є індекс рентабельності інвестицій (Profitability Index), також відомий як PI, є фінансовим показником, що використовується для оцінки доцільності інвестиційного проекту. PI визначається як відношення чистого приведенного доходу (NPV) до ініціального капіталовкладення.

Формула для обчислення PI:

$$PI = NPV / \text{Initial Investment},$$

де NPV - чистий приведений дохід, який представляє різницю між сумою приведених доходів та сумою приведених витрат, пов'язаних з інвестиційним проектом, Initial Investment - сума початкових або сума коштів, необхідна для реалізації проекту.

Значення PI дорівнює 1, якщо NPV дорівнює нулю, що вказує на відсутність чистого прибутку або збитків в результаті проекту. Значення PI більше 1 вказує на позитивний NPV і вигідність проекту, оскільки відношення чистого приведенного доходу до ініціального капіталовкладення є більшим за одиницю. Зворотній випадок, коли значення PI менше 1, вказує на негативний NPV і недоцільність проекту.

Використання індексу рентабельності інвестицій дозволяє порівнювати різні за масштабом витрат інвестиційні проекти та приймати обґрунтовані рішення щодо їх придатності. Вище значення PI свідчить про більш вигідний проект з більшим потенційним значенням зростання багатства інвестора.

Внутрішня норма прибутковості (Internal Rate of Return), також відома як IRR, є фінансовим показником, що використовується для оцінки доцільності інвестиційного проекту. IRR визначається як та норма дисконту, при якій чистий приведений дохід (NPV) проекту дорівнює нулю.

Іншими словами, IRR є тим процентним значенням, при якому сума приведених доходів, отриманих від проекту, рівна сумі приведених витрат. Це означає, що IRR відображає внутрішню ставку доходності, яку проект генерує для інвестора.

Для обчислення IRR зазвичай використовується метод ітерацій, який вимагає порівняння чистого приведенного доходу з нулем за допомогою послідовних приближень. Остаточне значення, яке робить NPV найближчим до нуля, вважається IRR.

$$\sum_{t=1}^n \frac{B_t - C_t}{(1+IRR)^t} = 0 \quad (1.6)$$

Якщо IRR перевищує норму доходності, що вимагається, або корпоративний поріг рентабельності, проект вважається прийнятним, оскільки надає вищу норму прибутковості. Зворотній випадок, коли IRR менше норми доходності, що вимагається, вказує на непридатність проекту з економічної точки зору.

Використання внутрішньої норми прибутковості дозволяє інвесторам порівнювати різні проекти і приймати рішення щодо їх придатності. Чим вище значення IRR, тим більш привабливим є проект для інвестора, оскільки він забезпечує вищу норму доходності порівняно з вимоговою ставкою, хоча і ризики такого проекту будуть вищими.

Термін окупності (Payback Period) є простим і інтуїтивно зрозумілим фінансовим показником, що використовується для оцінки часу, необхідного для повного повернення інвестицій або відновлення початкового капіталовкладення в проект. Він вимірює період часу, протягом якого чисті грошові потоки від проекту дорівнюють або перевищують початкові інвестиції.

Термін окупності розраховується шляхом додавання чистих грошових потоків за кожний період, починаючи з початкового капіталовкладення, до тих пір, поки сума накопичених грошових потоків не стане рівною або більшою за початкову інвестицію. Термін окупності виражається у періодах часу, наприклад, у роках або місяцях.

Цей показник використовується для оцінки ліквідності та ризиків проекту. Чим коротший термін окупності, тим швидше проект генерує достатній грошовий потік для повернення початкових інвестицій. Довший термін окупності може вказувати на більш тривалий період відновлення капіталовкладення і більший ризик [16].

Слід зазначити, що використання терміну окупності допомагає інвесторам приймати рішення щодо вартості інвестиційного проекту та порівнювати різні альтернативи. Проекти з коротшим терміном окупності, зазвичай, вважаються більш привабливими, оскільки інвестиції повертаються швидше, що зменшує ризики та покращує ліквідність. Однак, термін окупності має свої обмеження, і

варто його розглядати в контексті інших фінансових показників та стратегічних цілей проекту.

Використання показника ціни інвестиційного капіталу допомагає зробити обґрунтовані рішення щодо прийняття або відхилення інвестиційних проектів. Цей показник дозволяє оцінити вартість капіталу, необхідного для реалізації проекту, і порівняти його з очікуваними доходами. Такий підхід допомагає знизити ризики та забезпечити ефективне використання капіталу у проектах. Отже, використання показника ціни інвестиційного капіталу є важливим інструментом для оцінки інвестиційних проектів, що дозволяє зробити обґрунтовані рішення та забезпечити ефективне використання капіталу підприємством.

РОЗДІЛ 2.

ОЦІНКА ЦІНИ ІНВЕСТИЦІЙНОГО КАПІТАЛУ ТА ЇЇ ВИКОРИСТАННЯ ПРОЦЕСІ ФІНАНСУВАННЯ ПРОЕКТІВ В УКРАЇНІ

2.1. Практика використання методик оцінки ціни інвестиційного капіталу: нормативно-правове регулювання і внутрішньокорпоративні методи оцінки

В Україні оцінка вартості інвестиційного капіталу підпорядковується нормативно-правовому регулюванню, яке встановлює вимоги і процедури для оцінки капіталу. Деякі з найважливіших нормативно-правових актів, які стосуються оцінки вартості капіталу в Україні, включають:

1. Закон України «Про акціонерні товариства» - цей закон містить положення щодо оцінки вартості акцій та правил, які повинні дотримуватися підприємствами при їх оцінці [17].
2. Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність» - цей закон регулює загальні принципи та вимоги до проведення оцінки майна, включаючи оцінку капіталу підприємств [18].
3. Нормативні документи Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) - НКЦПФР встановлює вимоги до оцінки капіталу для публічних компаній та регулює процедури їх звітування.
4. Міжнародні стандарти оцінки - Україна також враховує міжнародні стандарти оцінки, зокрема стандарти Міжнародної організації оцінювачів (IVS) та Європейського союзу оцінювачів (EVS), які надають вказівки та рекомендації щодо проведення оцінки капіталу.

Нормативно-правове регулювання в Україні забезпечує стандартизований підхід до оцінки вартості інвестиційного капіталу, забезпечує об'єктивність та

надійність результатів оцінки, а також захищає інтереси інвесторів та сторін, що беруть участь у процесі оцінки.

Якщо говорити про застосування внутрішньокорпоративних методів оцінки інвестиційного капіталу, то в окремих випадках воно дозволяє компаніям приймати обґрунтовані рішення щодо розподілу ресурсів і вибору проектів, що мають найбільший потенціал для досягнення прибутку та забезпечення розвитку організації.

В нашій кваліфікаційній бакалаврській роботі досліджується діяльність енергетичної компанії ПАТ «Центренерго». ПАТ "Центренерго" є одним з найбільших енергетичних підприємств в Україні. Основні аспекти діяльності компанії включають:

1. Виробництво електроенергії: «Центренерго» експлуатує декілька теплоелектроцентралей та енергоблоків, які виробляють електроенергію з використанням різних джерел палива, зокрема вугілля, газу та нафти.
2. Транспортування та розподіл електроенергії: Компанія забезпечує передачу та розподіл електроенергії по електричних мережах, що охоплюють значну територію України.
3. Енергоефективність та екологічна безпека: «Центренерго» активно працює над вдосконаленням енергоефективності своїх установок та заходами з екологічної безпеки, включаючи впровадження новітніх технологій та систем очищення викидів.
4. Інноваційний розвиток: Компанія ставить перед собою завдання розвивати та впроваджувати інноваційні технології та рішення, спрямовані на покращення якості та ефективності енергетичних процесів.
5. Участь на ринку енергетичних послуг: «Центренерго» активно бере участь у торгах на ринку енергетичних послуг, забезпечуючи електроенергією як промислові підприємства, так і домогосподарства.
6. Корпоративна відповідальність: Компанія покладає великий акцент на корпоративну соціальну відповідальність, здійснюючи різноманітні

соціальні та благодійні ініціативи на користь спільнот, в яких вона працює [19].

Всі ці аспекти діяльності підтримують мету ПАТ "Центренерго" - забезпечувати надійне, ефективне та стале функціонування енергетичного сектору України.

Якщо говорити про внутрішньокорпоративні методи оцінки вартості капіталу, то на досліджуваному підприємстві за основу розрахунків береться модель середньозваженої вартості капіталу. Саме тому, важливим завданням є дослідження основних показників фінансового стану ПАТ «Центренерго», задля подальшого розрахунку усіх складових WACC та визначення вартості капіталу в цілому. Аналіз фінансового стану підприємства дозволяє визначити його основні аспекти розвитку, проблемні фактори та перспективні напрями розвитку в майбутньому.

Насамперед, необхідно здійснити аналіз основних фінансових показників діяльності ПАТ «Центренерго» за період 2017-2021 рр.. Дані фінансової звітності підприємства нами надано в додатках А і Б роботи.

На рисунку 2.1, наводиться аналіз динаміки оборотних та необоротних активів ПАТ «Центренерго» в період 2017-2021 рр. та здійснено їх подальший аналіз.

Як видно з рисунку 2.1, протягом досліджуваного періоду, обсяг активів ПАТ «Центренерго» мав тенденцію до коливань: так в 2018 році вони зменшилися у порівнянні із 2017 роком на 1650 млн. грн., що було викликано зменшенням саме обсягу оборотних активів на 1740 млн. грн.

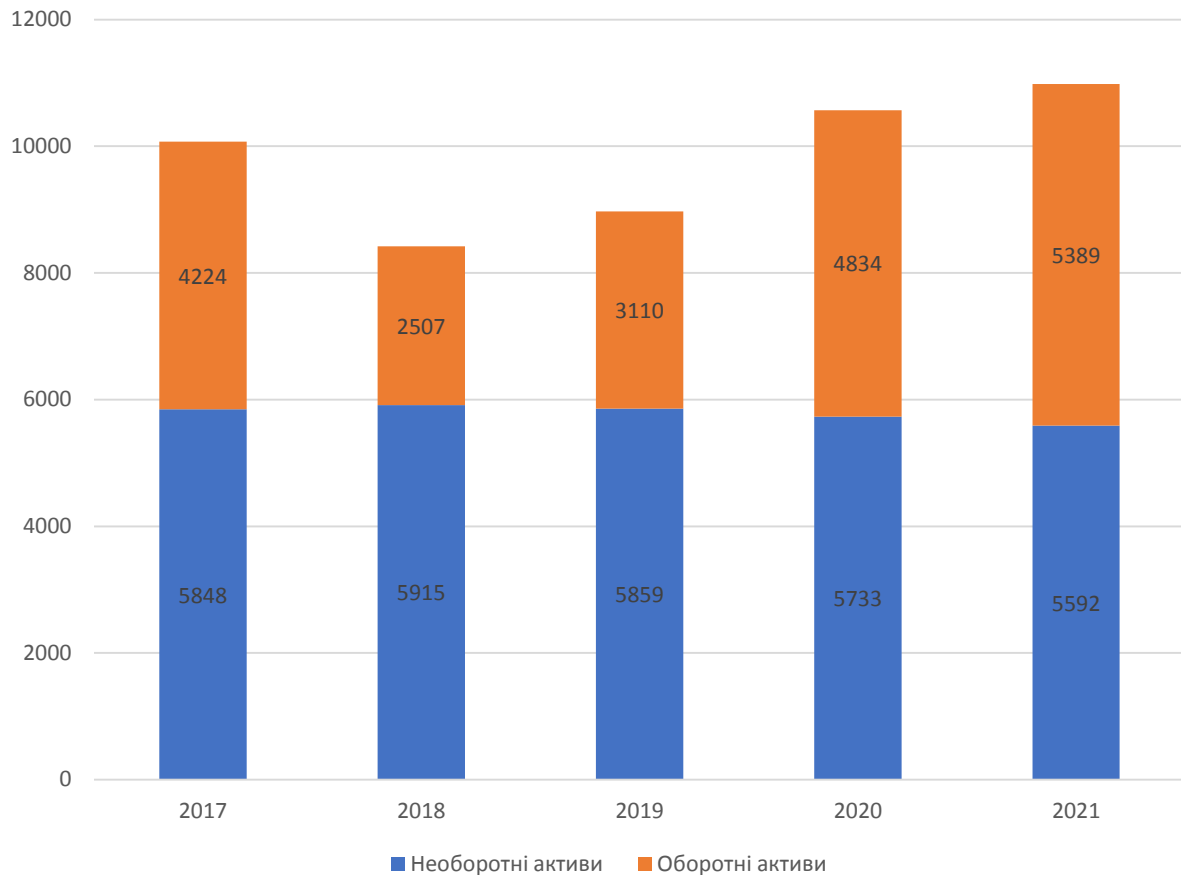


Рисунок 2.1. – Динаміка оборотних та необоротних активів ПАТ «Центренерго» в період 2017-2021рр., млн. грн.*

**Дані за 2021 рік взято за 3 квартали*

Джерело: складено автором на основі [20]

Проте в наступні роки і до закінчення досліджуваного періоду, мала місце тільки позитивна динаміка росту активів. В цілому за ці 5 років, обсяг активів ПАТ «Центренерго» збільшився на 909 млн. грн. або на 9,01%. За результатами дослідження структури активів ПАТ «Центренерго», можна зробити висновок, що в 2017-2021 роках, відбулися певні зміни, і суттєво зростала питома вага оборотних активів: якщо в 2017 році їх частка складала 41,93%, то в станом на кінець 3-го кварталу 2021 року вона зросла до 49,07%. Такі зміни відбувалися, в першу чергу, за рахунок зростання статті «Дебіторська заборгованість» в складі оборотних активів підприємства.

Аналогічно було проаналізовано динаміку поточних та короткострокових зобов'язань ПАТ «Центренерго» за досліджуваний період (рис. 2.2).

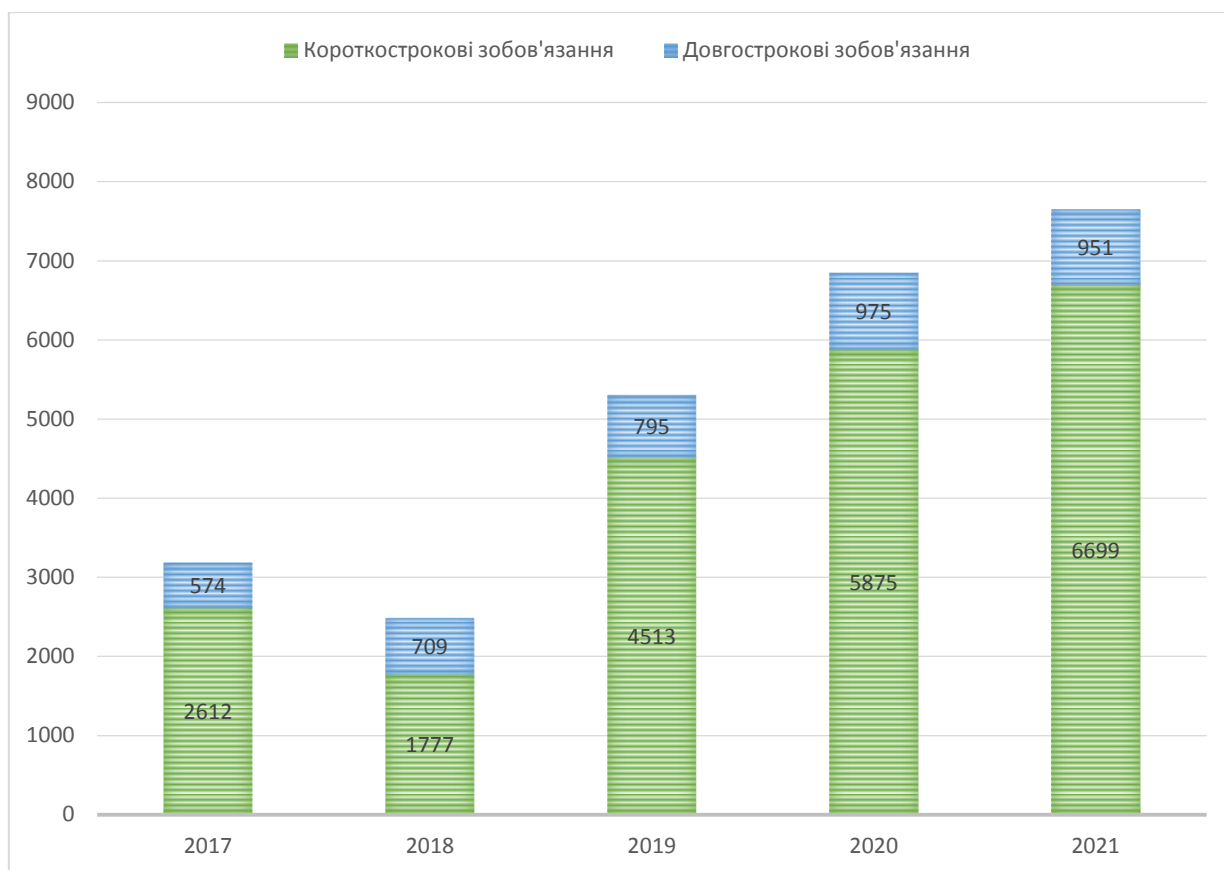


Рисунок 2.2. – Динаміка короткострокових та довгострокових зобов'язань ПАТ «Центренерго» в період 2017-2021рр., млн. грн.*

**Дані за 2021 рік взято за 3 квартали*

Джерело: складено автором на основі [20]

З рисунку 2.2 видно, що протягом досліджуваного періоду ПАТ «Центренерго» доволі активно почав використовувати борговий капітал та збільшувати обсяги як довгострокових так і короткострокових зобов'язань. Аналогічно динаміці активів, в 2018 році мало місце зменшення обсягів у порівнянні із 2017 роком на 700 млн. грн. Проте надалі, обсяг зобов'язань ПАТ «Центренерго» мав стійку тенденцію до зростання, і цілому за ці 5 років їх сумарні обсяги зросли на 4464 млн. грн. або на 140,11%.

Якщо досліджувати структуру зобов'язань ПАТ «Центренерго», то слід відзначити, що протягом 2017-2021 років підприємство переважно використовувало короткострокові зобов'язання: якщо в 2017 році їх частка складала 81,9%, то в 2021 році вона зросла до 87,5%. Основна стаття короткострокових зобов'язань досліджуваного підприємства це «Поточно

заборгованість за товари, роботи та послуги».

Далі, проаналізуємо структуру власного капіталу ПАТ «Центренерго» за аналогічний період (таблиця 2.1.).

Таблиця 2.1. – Динаміка та структура власного капіталу ПАТ «Центренерго» за 2019-2021 рр., млн. грн.

Показники	2017 р.	2018 р.	2019 р.	2020 р.	2021 р*.	Відхилення абсолюте
Зареєстрований (пайовий) капітал	480	480	480	480	480	0
Капітал у дооцінках	2554	2551	2550	2548	2536	-18
Додатковий капітал	796	984	1207	1207	1035	239
Резервний капітал	88	343	368	368	371	283
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	2966	1574	-945	-888	-1093	-4059
Усього власного капіталу	6885	5935	3661	3716	3330	-3555

**Дані за 2021 рік взято за 3 квартали*

Джерело: складено автором на основі [20]

З даних таблиці 2.1 видно, що протягом досліджуваного періоду, для ПАТ «Центренерго» характерним було зменшення обсягу власного капіталу, який за ці 5 років показав негативний тренд (-3555 млн. грн.). В цілому, така ситуація викликана перш за все негативними фінансовими результатами досліджуваного підприємства та формування на ньому непокритого збитку в період 2019-2021 років. Всі ж інші складові власного капіталу протягом цього періоду мали відносно стабільні показники.

Тепер, більш детально проаналізуємо основні індикатори фінансового стану ПАТ «Центренерго», і розпочнемо ми із показників фінансового стану (табл. 2.2.)

Таблиця 2.2. – Індикатори фінансового стану ПАТ «Центренерго» в 2017-2021 рр.

Найменування показника	2017 р	2018 р.	2019 р.	2020 р.	2021 р.
1. Рівень фондівдачі	2,01	2,78	3,01	4,21	3,16
2. Коефіцієнт автономії	0,68	0,7	0,4	0,35	0,30
3. Рівень швидкості обертання оборотних активів	3,11	5,78	4,86	4,25	2,76

**Дані за 2021 рік взято за 3 квартали*

Джерело: складено автором на основі [20]

Як видно з даних таблиці 2.2, протягом досліджуваного періоду, усі використані нами показники мали тенденцію до зменшення, що, в цілому, є негативним трендом. Особливо актуальною є постановка акценту на коефіцієнті автономії, адже протягом 2017-2021 років він мав тенденцію до постійного зменшення, і станом на кінець 3-го кварталу 2021 року він складав 0,3 при нормативному значення в 0,5. Така тенденція свідчить про зменшення автономності діяльності ПАТ «Центренерго» та зростанням його залежності від боргового фінансування. Щодо показників фондівдачі та швидкості обертання оборотних активів, то протягом 2017-2021 років швидкість обертання оборотних активів зменшилася, проте всього на 0,35 п.п., а рівень фондівдачі зріс на 1,15 п.п.

Далі, проаналізуємо динаміку прибутку ПАТ «Центренерго» за період 2017-2021 років (рис. 2.3).

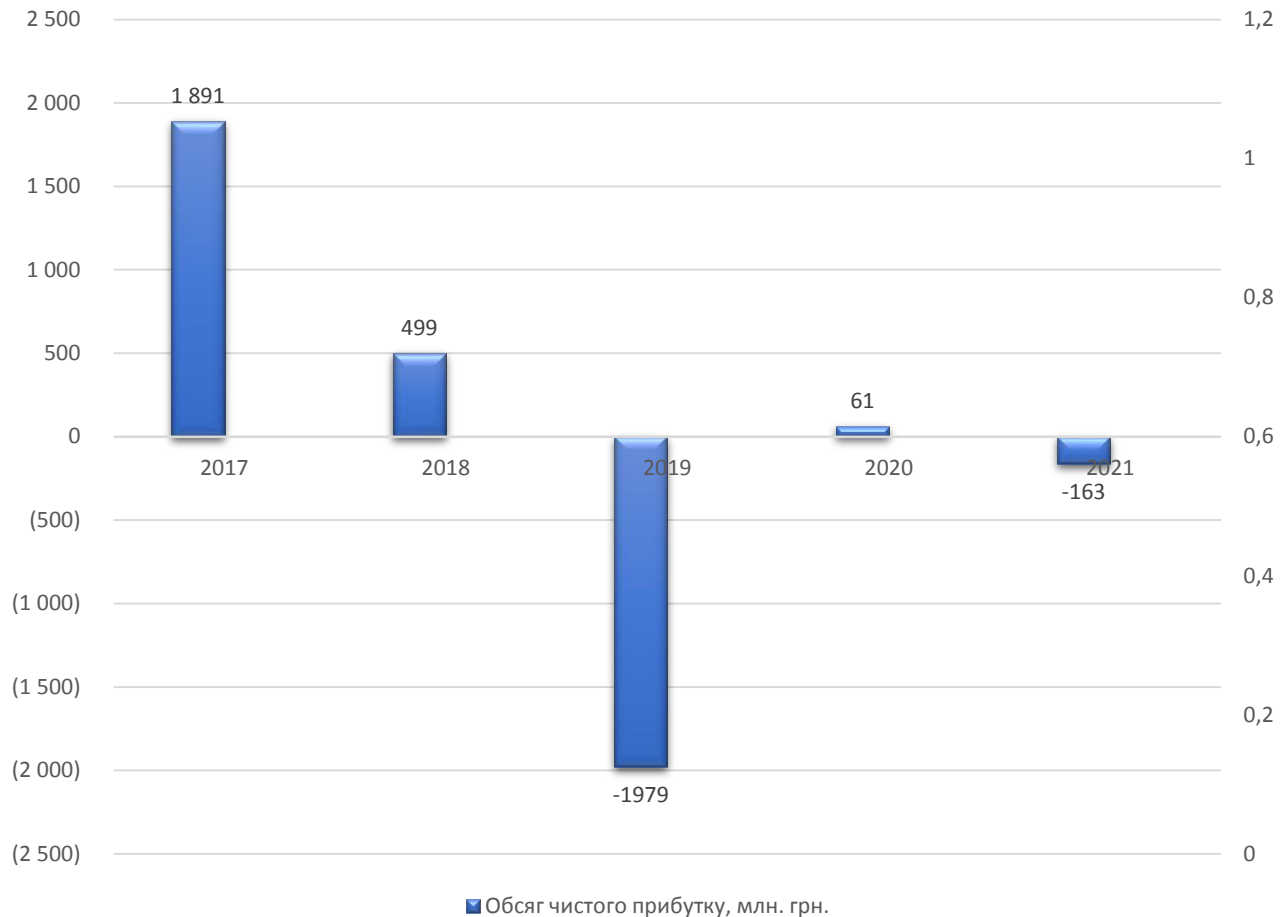


Рисунок 2.3. – Обсяг чистого прибутку ПАТ «Центренерго» у 2017-2021 рр., млн. грн.

**Дані за 2021 рік взято за 3 квартали*

Джерело: складено автором на основі [20]

З рис. 2.3 видно, що протягом досліджуваного періоду для ПАТ «Центренерго» характерним було отримання як прибутків так і збитків: у 2017, 2018 та 2020 роках підприємство отримало прибутки, а в 2019 та станом на кінець 3-го кварталу 2021 року було збитковим. В цілому, в збиткові роки основними передумовами такого фінансового результату були значні обсяги зростання виробництва електричної енергії, критичне зниження запасів вугілля на ТЕС та додаткове включення в роботу блоків на природному газі. В цілому, за ці 5 років, обсяг чистого фінансового результату ПАТ «Центренерго» зменшився на 2054 млн. грн., що, загалом, свідчить про низький рівень фінансового менеджменту підприємства та неефективне використання існуючих

ресурсів.

Також, для більш повної картини, вважаємо за доцільне проаналізувати показники рентабельності та здійснимо відповідні висновки (таблиця 2.3.)

Таблиця 2.3. – Основні показники рентабельності ПАТ «Центренерго» в 2017-2021 рр., у%

Назва показника	2017 р	2018 р.	2019 р.	2020 р.	2021 р*.
Рентабельність реалізованої продукції за операційним прибутком	29,22	5,15	-13,06	0,88	-1,63
Рентабельність активів	20,27	5,92	-22,06	0,57	-1,48
Рентабельність власного капіталу	31,2	8,4	-54,06	1,64	-4,89
Рентабельність за чистим прибутком	22,54	3,53	-12,39	0,29	-1,77

**Дані за 2021 рік взято за 3 квартали*

Джерело: складено автором на основі [20]

З даних таблиці 2.3 видно, що протягом досліджуваного періоду, показники рентабельності ПАТ «Центренерго» мали тенденцію до зменшення. Особливо, звичайно, вирізняються ті роки, коли підприємства отримувало збитки. В цілому, саме в 2017 році спостерігалися максимальні показники рентабельності, в той час як мінімальними вони були у 2019 році, коли досліджуване підприємство отримало найбільші збитки.

Аналогічно, слід здійснити аналіз показників ліквідності ПАТ «Центренерго», які буде подано в наступній таблиці 2.4.

З даних таблиці 2.4 можна зробити висновок, що в період 2017-2021 років, показники ліквідності ПАТ «Центренерго» також мали негативний тренд до зменшення та виходу з-за меж нормативних значень.

Таблиця 2.4 - Основні показники ліквідності ПАТ «Центренерго» в

Показник	Норматив	2017 р	2018 р.	2019 р.	2020 р.	2021 р.
Загальний коефіцієнт покриття	>1	1,61	1,41	0,68	0,82	0,8
Коефіцієнт швидкої ліквідності	>0,6	0,77	0,8	0,27	0,73	0,73
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	>0,2	0,41	0,26	0,012	0,2	0,11

2017-2021 рр., у%

Дані за 2021 рік взято за 3 кварталиДжерело: складено автором на основі [20]*

Якщо в 2017 році, усі досліджені нами показники були вищими аніж нормативні значення, то в 2021 році тільки показник швидкої ліквідності був на 0,13 п.п. вище аніж нормативне значення. Окрім цього слід відмітити доволі низьке значення індикатора абсолютної ліквідності у 2019 році, коли обсяг грошових коштів на рахунках підприємства був мінімальним.

Як висновок відзначимо, що в даному підпункті, нами було проаналізовано основні аспекти нормативно-правового регулювання визначення ціни інвестиційного капіталу в нашій державі. Основними з них є: Закон України «Про акціонерні товариства» - цей закон містить положення щодо оцінки вартості акцій та правил, які повинні дотримуватися підприємствами при їх оцінці; Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність»; Рішення НКЦПФР та Міжнародні стандарти оцінки.

Стосовно досліджуваного нами ПАТ «Центренерго» та його внутрішньокорпоративних методів оцінки ціни інвестиційного капіталу, то в його основні лежить визначення ставки середньозваженої вартості капіталу. Окрім цього, нами було проаналізовано основні показники фінансового стану ПАТ «Центренерго» та визначено, що протягом досліджуваного періоду,

фінансові індикатори даного підприємства значно погіршилися, особливо це стосується показників рентабельності та ліквідності. Саме тому, для досліджуваного підприємства важливим завдання є удосконалення методів корпоративного фінансового менеджменту задля покращення її фінансових результатів.

2.2. Визначення ціни інвестиційного капіталу і її використання для оцінки бізнесу на прикладі ПАТ «Центренерго»

В рамках сучасної парадигми корпоративного фінансового менеджменту, основною складовою є використання вартісно-орієнтованого підходу, який вважається одним з ключових для досягнення цілей компанії та реалізації її місії. З цієї причини, важливо дослідити фінансові показники, які застосовуються в рамках визначення ціни інвестиційного капіталу та оцінки бізнесу в цілому.

Для досліджуваного нами підприємства ПАТ «Центренерго», актуальним є дослідження таких показників як WACC та EVA.

1. EVA. Не існує однієї універсальної методики для розрахунку економічної доданої вартості. Загалом же, даний показник визначається як різниця між чистим прибутком (NOPLAT) і вартістю використаного власного капіталу корпорації, помноженою на вимоги до вартості капіталу (WACC).

Проте в цілому, основоположним аспектом даного дослідження та визначення обсягу описаних вище показників є розрахунок середньозваженої вартості капіталу (WACC).

В таблиці 2.4. подано основні статистичні дані для розрахунку середньозваженої вартості капіталу та її складових.

Спочатку, розрахуємо вартість залучення боргового капіталу для ПАТ «Центренерго». З нашої точки зору, для досліджуваного підприємства з основу ми будемо розглядати довгостроковий кредит у національній валюті.

Таблиця 2.4 – Вихідні дані для розрахунку WACC для ПАТ «Центренерго» за період 2019-2021 років, млн. грн.

Показник	2019 р.	2020 р.	2021 р*.
Власний капітал, млн. грн.	3661	3716	3330
Питома вага власного капіталу, у %	40,81	35,16	30,32
Позичковий капітал	5309	6851	7651
Питома вага боргового капіталу, у %	59,19	64,84	69,68
Валюта балансу, млн. грн.	8970	10567	10981

*Дані за 2021 рік взято за 3 квартали

Джерело: складено автором на основі [20]

Для обчислення ставки вартості позикового капіталу доцільно враховувати процентну ставку, за якою підприємство може залучити нові позики, а не ціну їх залучення в минулому. Це пов'язано з тим, що із метою оцінки інвестицій або вартості підприємства дисконтуються очікувані грошові потоки. За даними Національного банку України, на національному ринку можна залучити довгостроковий кредит в національній валюті за ставкою 19,89%.

В такому випадку, вартість боргового капіталу, а саме банківського кредиту для ПАТ «Центренерго» можна розраховувати у відповідності до наступної формули:

$$B\phi\phi = \frac{BK_{\phi} \cdot (1 - C_{nn})}{1 - 3\phi} \quad (2.3)$$

де BK_6 – рівень залучення кредитів у відповідності до даних НБУ;

$З_6$ – рівень витрат на залучення банківського кредиту (десятковий дріб);

$C_{пп}$ – прибутковий податок у відповідності до ПКУ.

$$B_{6ф2019} = 25,13 \times (0,82 / (1 - 0,2513)) = 27,47\%$$

$$B_{6ф2020} = 22,12 \times (0,82 / (1 - 0,2212)) = 23,29\%$$

$$B_{6ф2021} = 19,89 \times (0,82 / (1 - 0,1989)) = 20,35\%$$

Тепер, слід розрахувати вартість власного капіталу для досліджуваного підприємства ПАТ «Центренерго». Під час розрахунку показника WACC ми враховували декілька припущень:

1. Нами використовувалася фінансова звітність компанії для розрахунку.
2. Спред дефолту був визначений на основі ймовірності банкрутства підприємства.
3. Вартість власного капіталу була визначена за допомогою моделі CAPM, про яку було загадано в п.п. 1.2 до роботи.

Саме тому, для ПАТ «Центренерго», ставку залучення власного капіталу ми будемо розраховувати у відповідності до такої формули:

$$K_{вк} = R_{fr} + MRP * \beta + CRP, \quad (2.4)$$

де R_{fr} – безризикова ставка (беруться облігації на ринку США);

MRP — ринкова премія за ризик у високо розвинених ринках. Протягом цього періоду, премія за ризик для країн з розвиненим фондовим ринком складала 5,6%; 5,6 %; 5,5% [21, с. 341-343].

CRP — додаткова премія за ризик інвестування коштів на ринку України. Даний індикатор розраховується через множення спреда дефолту на показник відношення волатильності ринку цінних паперів до волатильності державних облігацій, що використовуються для розрахунку показника спреда дефолту. Тут ми також використаємо дані сайту провідного науковця Асвата Дамодарана, який здійснює виконує розрахунки CRP для різних країн. Для того щоб

отримати показник премії за ризик країни до спреда дефолту для України слід використати коефіцієнт 1,5. Саме тому, спред дефолту для нашої держави, що має станом на 2021 рік кредитний рейтинг Саа3, і тому показник CRP склав відповідно 7,39%; 6,33%; 6,95% [22].

Для розрахунку показника ризику інвестування для ПАТ «Центренерго» (β -коефіцієнт) ми використовували аналогічний підхід. Коефіцієнт бета для енергетичної галузі у розділі Emerging Markets (до даного списку також входить Україна) був взятий із сайту Asvath Damodaran [22], і для досліджуваних нами періодів складає відповідно: 1,11; 1,05; 1,04. Даний індикатор є значенням *unlevered* бета, тобто не враховуючи ефекту ризику фінансового левериджу. І відповідно він не враховує ризик структури капіталу досліджуваного підприємства. Тому для відповідного розрахунку цього показника ми будемо використовувати наступну формулу:

$$\beta = \beta_u * (1 + (1 - s) * PK / BK) \quad (2.4)$$

де, β - бета-коефіцієнт підприємства-аналога з урахуванням фінансового ризику;

BK – обсяг власного капіталу підприємства;

ПК – обсяг боргового капіталу підприємства;

s - ставка податку на прибуток.

β_u - бета-коефіцієнт підприємства-аналога без урахування фінансового ризику.

Відповідно, показник β для досліджуваного нами ПАТ «Центренерго» має наступні значення:

$$\beta_{2019} = 1,11 \times (1 + 0,82 \times 1,45) = 2,42$$

$$\beta_{2020} = 1,05 \times (1 + 0,82 \times 1,84) = 2,63$$

$$\beta_{2021} = 1,04 \times (1 + 0,82 \times 1,96) = 2,71$$

Дані для розрахунку ставки залучення власного капіталу наведені в табл.

2.5.

Таблиця 2.5 – Розрахунок ставки залучення власного капіталу для ПАТ «Центренерго» за період 2017-2021 років, у %

Індикатор	2019 р.	2020 р.	2021* р.
Rfr	2,71	2,73	2,81
β	2,42	2,63	2,71
MRP	5,6	5,6	5,5
CRP	7,39	6,33	6,95
$V_{\text{вл. кап.}}$	20,94	21,058	21,855

**Дані за 2021 рік взято за 3 квартали*

Джерело: складено автором на основі [20]

Тепер, ми маємо повний цикл індикаторів для визначення показника середньозваженої вартості капіталу для ПАТ «Центренерго», який буде здійснено в наступній таблиці 2.6.

Таблиця 2.6 – Розрахунок середньозваженої вартості капіталу для ПАТ «Центренерго» в 2019-2021 рр., у %

Показник	2019 р.	2020 р.	2021 р.
Вартість власного капіталу, %	20,94	21,058	21,855
Питома вага власного капіталу, %	0,4081	0,3516	0,3032
Вартість боргового капіталу, %	27,47	23,29	20,35
Питома вага боргового капіталу, %	0,5919	0,6484	0,6968
Податок на прибуток, %	18	18	18
Середньозважена вартість капіталу, %	21,87	19,78	18,25

**Дані за 2021 рік взято за 3 квартали*

Джерело: складено автором на основі [20]

З даних в таб. 2.6 можна зробити висновки, що протягом досліджуваного періоду, показник WACC для ПАТ «Центренерго» мав тренд до зменшення, що, в цілому, свідчить про ефективність корпоративного фінансового менеджменту у частині фінансування бізнесу. Проте більш важливішим з економічної точки зору, є розрахунок показнику EVA, для визначення економічної доданої вартості відповідно.

Економічна додана вартість є показником, що вимірює ефективність діяльності підприємства. Цей показник обчислюється шляхом порівняння прибутку, отриманого підприємством за певний період, з витратами на капітал, що був інвестований у цей самий період. Метод EVA використовується для оцінки створеної вартості, яка перевищує очікування капіталодавців (табл. 2.5).

У підході, який використовується для розрахунку економічної доданої вартості (EVA), ідея полягає в тому, що зростання вартості корпорації можливе лише в тому випадку, якщо ефективність вкладеного капіталу перевищує вимоги дохідності, які інвестори (власники) мають на увазі, враховуючи наявні на ринку інвестиційні альтернативи зі згаданим рівнем ризику. Отримані результати розрахунків не є переконливими з точки зору корпоративного фінансового менеджменту.

Здійснені нами розрахунки показують, що протягом досліджуваного періоду, динаміка економічної доданої вартості ПАТ «Центренерго» мала негативну тренд. В 2019 та за 3 квартали 2021 року ПАТ «Центренерго» отримувала збитки, проте навіть в 2020 році, коли підприємство були прибутковим, воно не створювало ніякої доданої вартості.

Оцінка показника середньозваженої вартості капіталу дала нам змогу визначити вихідні дані для розрахунку показника доданої вартості. В цілому, протягом досліджуваного періоду 2019-2021 років, значення WACC для ПАТ «Центренерго» зменшувалося, що свідчить про певну ефективність здійснюваного фінансового менеджменту на підприємстві.

Таблиця 2.7. – Розрахунок показника доданої економічної вартості (EVA) для ПАТ «Центренерго» за 2019-2021 рр.

Індикатор	2019 р.	2020 р.	2021 р*.
ЕВІТ, млн. грн.	-2086,3	181,9	-150,5
НОРАТ, млн. грн.	-1710,766	149,158	-123,41
WACC, %	21,87	19,78	18,25
Загальні активи, млн. грн.	8969	10567	10981
Загальні зобов'язання, млн. грн.	5309	6851	7651
Інвестований капітал, млн. грн.	3660	3716	3330
EVA, млн. грн.	-2511,208	-585,867	-731,135

**Дані за 2021 рік взято за 3 квартали*

Джерело: складено автором на основі [20]

В той же час, негативне значення показника доданої економічної вартості свідчить про те, що акції підприємства не слід придбавати.

РОЗДІЛ 3

ПРОБЛЕМИ ОЦІНКИ ЦІНИ ІНВЕСТИЦІЙНОГО КАПІТАЛУ В УКРАЇНІ ТА ШЛЯХИ ЇХ ВИРІШЕННЯ

3.1. Проблеми та перспективи розвитку методів оцінки ціни інвестиційного капіталу

Актуальність проблеми оцінки вартості капіталу компанії визначається як унікальними умовами господарювання в Україні, які характеризуються низьким рівнем розвитку фондового ринку, високою залежністю від зовнішніх джерел капіталу та невизначеністю інституційного середовища, а також кризовим станом багатьох суб'єктів господарювання. Крім того, спостерігаються глибокі зміни в парадигмі ведення бізнесу. З одного боку, це передбачає перехід від традиційного фокусу на фінансові результати, в межах функціонально вартісного підходу, до впровадження монетарної концепції, яка підкреслює значення ринкової капіталізації (вартості бізнесу). З іншого боку, виникає потреба впровадження ціннісного підходу, який базується на використанні теорій архітекtonіки і модульної концепції побудови компаній, розвитку екосистем ведення бізнесу, відмінного від традиційної теорії, яка передбачає створення жорстких організаційних структур та асортиментної політики.

Методи оцінки ціни інвестиційного капіталу стикаються з рядом проблем, які можуть впливати на точність і достовірність отриманих результатів. Основні проблеми включають наступні (рис. 3.1):

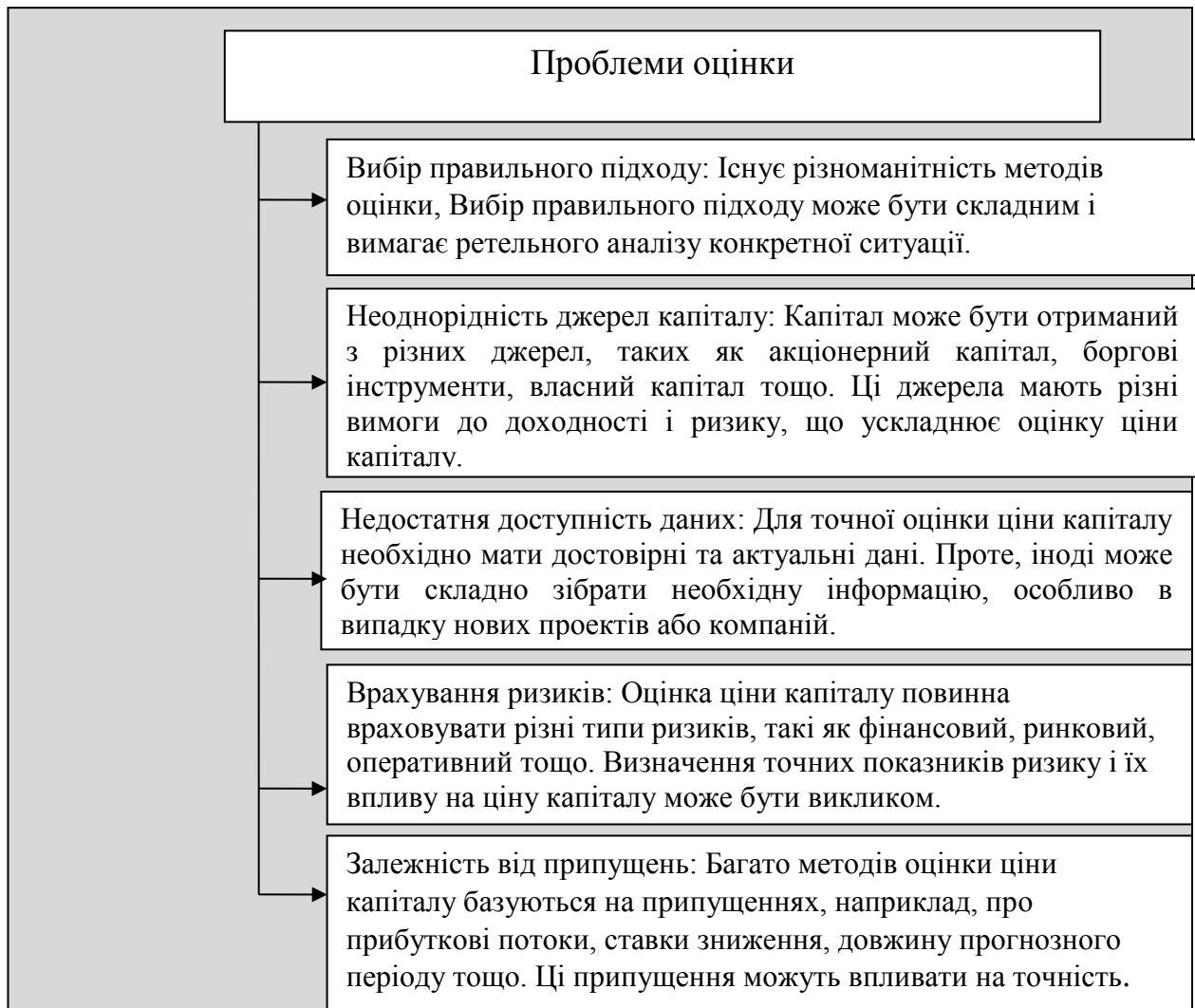


Рисунок 3.1. – Основні проблеми методів оцінки інвестиційного капіталу в Україні

Джерело: складено автором на основі [24]

Попередньо узагальнюючи, методи оцінки ціни інвестиційного капіталу стикаються з різними проблемами, і розуміння цих проблем є важливим для забезпечення надійності та використання вірних оцінок у фінансовому управлінні та прийнятті рішень щодо інвестицій.

Проте основною проблемою з нашої точки зору є визначення WACC та CAPM у вітчизняних реаліях. Проблема використання моделі CAPM (Capital Asset Pricing Model) в українських реаліях виникає з кількох причин. По-перше, CAPM базується на припущеннях, які, нажаль, можуть не відповідати українській фінансовій системі. Наприклад, модель припускає, що інвестори

можуть безризиково вкладати кошти у державні цінні папери, проте в Україні ринок державних цінних паперів, де-факто, все ще знаходиться на стадії інституціоналізації.

Друга проблема полягає у недостатній доступності та надійності фінансової інформації в Україні – існуванні інформаційних асиметрій різної природи у різних секторах фінансового ринку. CAPM потребує точних даних про дохідність активів, ризикованість та коефіцієнти коваріації, але в українському контексті можуть виникати проблеми з отриманням надійних даних, особливо для компаній, які не схильні працювати з ринком у медіа і секторі публічних комунікацій з існуючими і потенційними інвесторами.

Крім того, модель CAPM базується на припущенні про раціональність та однорідність інвесторів, але український ринок, як спільнота, в умовах невизначеності і інформаційної асиметрії, може приймати рішення під впливом емоцій. Це може призводити до неадекватності CAPM при оцінці ризикованих активів в українському контексті.

Щодо проблем використання моделі WACC, то в українських реаліях вона виникає з кількох причин. По-перше, визначення точної вартості капіталу може бути складним в умовах України, оскільки фінансовий ринок є менш розвиненим і менш ліквідним порівняно з розвинутими економіками.

Друга проблема полягає у відсутності стандартів та узгоджених підходів до визначення компонентів WACC для українських компаній. Оскільки ринок капіталу в Україні може бути менш розгорнутий, відсутні стандартні показники для визначення капіталу, такі як ризикованість акціонерного капіталу, ставки дисконтування або капітальні витрати [25].

Крім того, нестабільність політичної та економічної ситуації в Україні, з огляду на обставини, може призвести і призводить до значних змін у вартості капіталу. Невизначеність інституційного середовища, кризовий стан багатьох суб'єктів господарювання та висока залежність від зовнішніх ринків капіталу можуть значно вплинути на ризикованість і вартість капіталу в українському контексті.

Перспективи розвитку методів оцінки ціни інвестиційного капіталу є обіцяючими, оскільки в бізнес-середовищі є бажання і, головне, можливість, віднаходити, адаптувати і використовувати нові підходи та технології, що можуть поліпшити точність і ефективність оцінки. Проведені нами дослідження дали змогу визначитися з основними напрямками покращення методології оцінки ціни інвестиційного капіталу.

1. Використання аналітичних інструментів. Застосування аналітичних методів, таких як машинне навчання та штучний інтелект, може сприяти поліпшенню оцінки ціни інвестиційного капіталу. Ці технології дозволяють обробляти великі обсяги даних та знаходити складні зв'язки, що допомагає у визначенні більш точних оцінок.

2. Розширення моделей оцінки. Для врахування різних аспектів інвестиційного капіталу, можливо розширити моделі оцінки, включаючи нові показники ризику, фактори стійкості та стихійності ринку, а також соціальну вартість інвестицій.

3. Використання альтернативних джерел даних. З'явлення нових джерел даних, таких як Big Data, IoT та блокчейн, може надати більш точну та актуальну інформацію для оцінки ціни капіталу. Ці дані можуть бути використані для розрахунку ризиків, прогнозування ринкових трендів та визначення оптимальних стратегій інвестування.

4. Розвиток інтегрованих підходів. Врахування взаємозв'язку між фінансовими, соціальними та екологічними факторами може допомогти у розробці більш комплексних моделей оцінки ціни капіталу. Інтегровані підходи дозволяють оцінити вплив інвестиційного капіталу на різні аспекти сталого розвитку та соціальної відповідальності.

5. Вдосконалення методів розрахунку. Постійне вдосконалення і оптимізація методів оцінки ціни інвестиційного капіталу є важливим для забезпечення їхньої точності та надійності. Дослідження нових підходів, урахування реальних ринкових умов і вивчення практики кращих компаній можуть сприяти вдосконаленню методів оцінки [26].

Цікавим є також дослідження Н. Штефана, який досліджує різноманітні опції стосовно удосконалення методів оцінки вартості підприємства з використанням ціни інвестиційного капіталу (таб. 3.1)

Таблиця 3.1. – Методи оцінки бізнесу і опції їх удосконалення

Назва	Переваги	Недоліки	Опції удосконалення
Метод DCF	Універсальний метод, який враховує конкретний період та зміну доходів, зосереджений на інтересах власника та кредитора,	Може супроводжуватися помилками у прогнозах та при виборі коефіцієнта дисконтування.	Для обґрунтування ставки дисконтування та тривалості прогнозного періоду в українських умовах рекомендується використовувати кумулятивний метод, який враховує всі типи ризиків.
Метод галузевих коефіцієнтів в	Цей підхід надає реальну ринкову оцінку, використовуючи інформацію, що отримується з ринку аналогічних компаній. Він також відкриває можливості для застосування для моделювання.	Важливо пам'ятати, що використання цього методу може призвести до недостовірних результатів у випадку, якщо стратегія компанії неправильно визначена.	Забезпечити більший обсяг доступу для інвесторів до інформації про продаж акцій різних компаній.
Метод відносної вартості	Поточна ринкова оцінка вартості витрат на відновлення підприємства та облік вартості нематеріальних активів.	не враховує потенційний прибуток та не відображає максимальну корисність підприємства в умовах застосування сучасних науково-технічних досягнень.	Якщо нерозподілений прибуток продовжує зростати стабільними темпами (наприклад, шляхом зменшення виплат дивідендів для акціонерних товариств), це вказує на здатність підприємства
Метод скоригованої балансової вартості	Методика може бути застосована при високих темпах інфляції. Вона точно відображає структуру активів у порівнянні з ринковими цінами.	Однак, не враховує потенційні прибутки активів. Якщо дані обліку обмежені, методика може бути досить складною в застосуванні. Ключові активи повинні бути оцінені індивідуально з використанням різних коефіцієнтів	отримувати дохід. Якщо річна виплата дивідендів залишається стабільною, це свідчить про постійне зростання нерозподіленої частини чистого прибутку, а отже, збільшення чистого прибутку щороку.

Джерело: складено автором на основі [27]

Якщо говорити про модель оцінки капітальних активів, то використання моделі CAPM в українських реаліях потребує обережного підходу і адаптації до специфічних умов. Необхідно враховувати особливості ринку, доступність фінансової інформації та розуміння поведінки інвесторів в українському контексті для досягнення більш точних та надійних результатів.

Щодо показника середньозваженої вартості капіталу, то її використання в українських реаліях вимагає обережного підходу і адаптації до специфічних умов. Необхідно враховувати особливості ринку, політичну та економічну нестабільність, а також використовувати надійні та адекватні дані для визначення компонентів WACC. Для досягнення більш точних результатів рекомендується спирання на детальні аналітичні дослідження та консультації зі спеціалістами з фінансів та ринку капіталу в Україні.

Проблеми та перспективи розвитку методів оцінки ціни інвестиційного капіталу є актуальними для сучасного бізнесу. У процесі оцінки виникають різні виклики, такі як вибір відповідних методів, урахування ризиків і невизначеності, а також обмеження доступу до інформації. Однак, існує ряд перспектив для подальшого розвитку методів оцінки капіталу, таких як використання нових технологій, розширення доступу до даних та врахування сучасних тенденцій у бізнесі. Зрозуміння і використання правильних методів оцінки капіталу є важливим для прийняття обґрунтованих рішень в інвестиційній діяльності та розвитку підприємств. Узагальнюючи, перспективи розвитку методів оцінки ціни інвестиційного капіталу включають використання нових технологій, розширення моделей, використання альтернативних джерел даних, інтеграцію різних факторів та постійне вдосконалення методів розрахунку. Це дозволить забезпечити більш точні та надійні оцінки, що відкриває шлях до більш ефективного фінансового управління та прийняття раціональних рішень щодо інвестиційного капіталу.

3.2. Особливості локалізації і використання в Україні кращих зарубіжних практик оцінки і використання показника ціни інвестиційного капіталу

Оцінка вартості інвестиційного капіталу є важливим інструментом у фінансовому аналізі, який використовується для визначення потенційної вартості підприємства або проекту. В Україні, як і в багатьох інших країнах, оцінка вартості капіталу є складним завданням, оскільки вона вимагає точності, об'єктивності та надійності.

Проте, якщо ми досліджуємо оцінку вартості капіталу, то зарубіжні ринки, особливо розвинуті, мають багатий досвід у цій сфері та вже розроблені методи і практики оцінки капіталу. Використання цього досвіду може сприяти поліпшенню якості оцінки в Україні. Крім того, іноземний досвід може сприяти впровадженню передових методів та практик в оцінці вартості капіталу. Використання новітніх моделей, підходів та інструментів може поліпшити точність та прогностичну спроможність оцінки. Іноземні методи можуть допомогти вирішити проблеми, які стикаються в українському контексті, такі як недостатність якісних даних, висока ступінь невизначеності та неоднорідність ринку.

В Україні існують виклики щодо прозорості фондового ринку, такі як недостатня доступність та якість інформації, недостатня регуляторна рамка та відсутність ефективного нагляду. Для покращення оцінки вартості капіталу в Україні необхідно приділити увагу розвитку прозорості фондового ринку шляхом впровадження ефективних регуляторних механізмів, покращення інформаційної бази та забезпечення незалежного нагляду.

Одна з переваг використання іноземного досвіду полягає у доступності якісних даних та досліджень, які можуть бути використані для оцінки вартості капіталу. Іноземні ринки мають більш розвинені фінансові ринки та документацію, яка може бути використана як джерело інформації для оцінки. Це дозволяє забезпечити більш об'єктивну та надійну оцінку.

Основним аспектом в даному плані є транспарентність фінансового ринку в цілому, та фондового ринку зокрема. Прозорість фондового ринку грає важливу роль у забезпеченні ефективної оцінки вартості капіталу. Це означає наявність доступної та достовірної інформації про компанії, їх фінансовий стан, ризики та перспективи.

Коли фондовий ринок є прозорим, інвестори мають змогу отримати доступ до різноманітної інформації про компанії, включаючи фінансові звіти, оперативні дані та стратегічні плани. Це дозволяє їм більш об'єктивно оцінити потенційну вартість капіталу компанії та прийняти інформовані інвестиційні рішення. Прозорість також сприяє конкуренції на ринку, що змушує компанії бути більш проникливими та ефективними. Відкритість фондового ринку дозволяє різним інвесторам конкурувати за кращі інвестиційні можливості, що сприяє більш точній оцінці вартості капіталу.

Основні аспекти використання зарубіжного досвіду в розрізі повного доступу до інформації стосовно компанії, акції якої котируються на фондовому ринку подано на рисунку 3.2.



Рисунок 3.2. – Основні аспекти удосконалення прозорості ринку

Джерело: складено автором на основі [28]

Як відзначає Бабіченко В., зростання потреби у вартісних показниках корпорацій призвело до появи різних стандартів оцінки, включаючи міжнародні. Однак використання однакових методик не вирішує проблему суб'єктивізму, який є притаманним процесу оцінки. До основних факторів, які призводять до формування суб'єктивного сприйняття економічних реалій, дослідник відносить:

1. Рівень інформаційної асиметрії, яка впливає на доступність та якість інформації, необхідної для оцінки.
2. Особливості різних ринків, на яких діють сучасні корпорації, такі як валютні коливання, політичні фактори та інші зовнішні впливи.
3. Ірраціональні фінансові рішення окремих суб'єктів, які можуть вплинути на процес оцінки.
4. Особливості кожної окремої корпорації, що підлягає оцінці, включаючи її унікальні характеристики та особливості управління [28, с. 113].

Таким чином, це призводить нас до усвідомлення думки, що оцінка вартості капіталу залишається складним завданням, оскільки існує ряд факторів, які призводять до суб'єктивізму в цьому процесі. Врахування цих факторів та постійне оновлення методик оцінки можуть сприяти покращенню точності та надійності оцінок вартості капіталу для вітчизняних корпорацій.

Принципи транспарентності є важливою складовою ефективного управління та ділової культури в зарубіжних корпораціях. Дотримання цього принципу в бізнесі сприяє забезпеченню відкритості та доступності інформації для зацікавлених сторін, зокрема акціонерів, інвесторів, регуляторів та громадськості. До основних принципів транспарентності бізнесу, зазвичай, відносять:

1. Публічність інформації: Корпорації повинні регулярно оприлюднювати фінансові звіти, звіти про ділову діяльність, а також інші релевантні дані, що стосуються їх фінансового стану та стратегії. Це включає розкриття інформації про керівний склад, оплату керівників, угоди зі значною вартістю та інші ключові питання.

2. Прозорість у прийнятті рішень: Корпорації повинні мати прозорі процедури у прийнятті стратегічних та фінансових рішень. Це означає чіткість у процесі формування бюджету, інвестиційних рішень та розподілу прибутку. Компанії також можуть використовувати корпоративні управлінські кодекси та комітети, щоб забезпечити прозорість та незалежність у процесі управління.
3. Розкриття ризиків: Корпорації повинні ідентифікувати та відкрито розкривати ризики, зокрема фінансові, операційні та репутаційні. Це дозволяє зацікавленим сторонам розуміти можливі ризики та приймати інформовані рішення щодо інвестицій та співпраці з компанією.
4. Етичність та відповідальність: Корпорації повинні дотримуватись високих стандартів етичної поведінки та відповідального бізнесу. Це включає дотримання принципів корпоративного управління, етичного обслуговування клієнтів та партнерів, а також відповідність законодавству та регуляторним вимогам.

Окремо відзначимо, що доступність керівництва та представників компанії є важливим аспектом її транспарентності. Бажання керівництва спілкуватися з усіма акціонерами та надавати пояснення щодо ключових питань та подій є важливим елементом створення довіри до компанії. Міноритарні акціонери повинні бути завжди добре поінформованими (так саме як і інституціональні інвестори), мати можливість звертатися до керівництва компанії і мати вплив на прийняття рішень.

Рівень публічності також відіграє важливу роль у транспарентності компанії. Наявність інформації про діяльність компанії, ключові події та регулярне оновлення фінансових та операційних результатів є важливими для побудови позитивного іміджу компанії. Відкритість компанії може також впливати на її вартість. Регулярні або нерегулярні публікації інформації про компанію, коментарі щодо фінансових показників та майбутніх планів, розміщені на веб-сайті компанії або в інших публічних джерелах, свідчать про відкритість компанії перед інвесторами та загальною публікою.

Загалом, слід відзначити, що використання іноземного досвіду оцінки вартості капіталу може бути корисним і перспективним для розвитку фінансової системи в Україні. Залучення ідей, методів практик, які вже успішно використовуються в інших країнах, може сприяти покращенню якості оцінки вартості капіталу в українському контексті і сприятиме формуванню прозорого фондового ринку зокрема, та національної методології оцінки ціни інвестиційного капіталу в цілому.

Іноземний досвід може допомогти у вирішенні проблем, з якими стикаються українські оцінювачі капіталу, такі як недостатня доступність якісних даних, неоднорідність ринку та висока ступінь невизначеності. Саме інформаційна прозорість корпорації на нашу думку є ключовим аспектом в даному розрізі, оскільки за рахунок «закритості» вітчизняного фінансового ринку, не всі інвестори та стейкхолдери мають змогу ефективно оцінити усі наявні ризики компанії та відповідно визначити її вартість.

ВИСНОВКИ

Здійснений аналіз основних аспектів визначення вартості інвестиційного капіталу дозволяє нам здійснити наступний ряд висновків:

1. В цілому, оцінка вартості капіталу є складним і багатограним процесом, який базується на різних моделях та методологіях. Для досягнення точних результатів необхідно враховувати різноманітні фактори, такі як ринкові умови, фінансові показники, ризики та очікувані доходи. Правильна оцінка вартості капіталу допомагає приймати обґрунтовані рішення щодо інвестицій, фінансування та розвитку підприємства. Отже, дослідження вартості капіталу є актуальним завданням у галузі фінансів та управління, і має велике значення для підприємств у процесі прийняття стратегічних та інвестиційних рішень. Врахування ризиків, ринкових умов та дохідності допомагає забезпечити ефективне використання капіталу та досягнення максимальної вартості для організації. визначення точної ціни капіталу може бути складним завданням, оскільки воно залежить від багатьох факторів і може варіюватися залежно від конкретної ситуації та ринкових умов. Також, різні методи і моделі можуть давати різні результати, що вимагає об'єктивної оцінки та аналізу.

2. Основні методи оцінки ціни інвестиційного капіталу є важливим інструментом у фінансовому управлінні та прийнятті рішень. Вони дозволяють оцінити вартість капіталу, визначити оптимальну ціну, інвестиційний ризик та потенційний дохід від інвестиційних проектів. У дослідженні методів оцінки ціни інвестиційного капіталу виявлено різноманітні підходи та моделі, такі як WACC (зважена середня вартість капіталу), CAPM (модель оцінки активів за ризиком), модель приросту дивідендів та інші. Кожен з цих методів має свої переваги та обмеження і може бути застосований залежно від конкретної ситуації та потреб оцінки. Оцінка ціни інвестиційного капіталу вимагає збору та аналізу різних даних, таких як фінансова звітність, ринкові умови, ставки

ризиків та вартість капіталу. Цей процес включає розрахунки, моделювання та урахування прогнозних факторів для отримання точної оцінки. Використання методів оцінки ціни інвестиційного капіталу допомагає приймати обґрунтовані рішення щодо розподілу та використання капіталу, визначати стратегії фінансування та розраховувати потенційний дохід для організації. Вони є важливим інструментом у фінансовому управлінні, допомагаючи забезпечити ефективне використання капіталу та досягнення фінансових цілей компанії.

3. Використання показника ціни інвестиційного капіталу допомагає зробити обґрунтовані рішення щодо прийняття або відхилення інвестиційних проектів. Цей показник дозволяє оцінити вартість капіталу, необхідного для реалізації проекту, і порівняти його з очікуваними доходами. Такий підхід допомагає знизити ризики та забезпечити ефективне використання капіталу у проектах. Отже, використання показника ціни інвестиційного капіталу є важливим інструментом для оцінки інвестиційних проектів, що дозволяє зробити обґрунтовані рішення та забезпечити ефективне використання капіталу підприємством. Найбільш поширеним методом визначення ефективності інвестиційних проектів є дисконтування грошових потоків, що дозволяє визначити основні аспекти вкладення фінансових ресурсів.

4. Нами було проаналізовано основні аспекти нормативно-правового регулювання визначення ціни інвестиційного капіталу в нашій державі. Основними з них є: Закон України «Про акціонерні товариства» - цей закон містить положення щодо оцінки вартості акцій та правил, які повинні дотримуватися підприємствами при їх оцінці; Закон України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність»; Рішення НКЦПФР та Міжнародні стандарти оцінки.

5. Стосовно досліджуваного нами ПАТ «Центренерго» та його внутрішньокорпоративних методів оцінки ціни інвестиційного капіталу, то в його основні лежить визначення ставки середньозваженої вартості капіталу. Окрім цього, нами було проаналізовано основні показники фінансового стану ПАТ «Центренерго» та визначено, що протягом досліджуваного періоду,

фінансові індикатори даного підприємства значно погіршилися, особливо це стосується показників рентабельності та ліквідності. Саме тому, для досліджуваного підприємства важливим завдання є удосконалення методів корпоративного фінансового менеджменту задля покращення її фінансових результатів.

6. Оцінка показника середньозваженої вартості капіталу дала нам змогу визначити вихідні дані для розрахунку показника доданої вартості. В цілому, протягом досліджуваного періоду 2019-2021 років, значення WACC для ПАТ «Центренерго» зменшувалося, що свідчить про певну ефективність здійснюваного фінансового менеджменту на підприємстві. Здійснені нами розрахунки показують, що протягом досліджуваного періоду, динаміка економічної доданої вартості ПАТ «Центренерго» мала негативну тренд. В 2019 та за 3 квартали 2021 року ПАТ «Центренерго» отримувала збитки, проте навіть в 2020 році, коли підприємство були прибутковим, воно не створювало ніякої доданої вартості. В той же час, негативне значення показника доданої економічної вартості свідчить про те, що акції підприємства не слід придбавати.

7. Проблеми розвитку методів оцінки ціни інвестиційного капіталу є актуальними для сучасного бізнесу. У процесі оцінки виникають різні виклики, такі як вибір відповідних методів, урахування ризиків і невизначеності, а також обмеження доступу до інформації. Однак, існує низка перспектив для подальшого розвитку методів оцінки капіталу, таких як використання нових технологій, розширення доступу до даних та врахування сучасних тенденцій у бізнесі. Зрозуміння і використання правильних методів оцінки капіталу є важливим для прийняття обґрунтованих рішень в інвестиційній діяльності та розвитку підприємств. Узагальнюючи, перспективи розвитку методів оцінки ціни інвестиційного капіталу включають використання нових технологій, розширення моделей, використання альтернативних джерел даних, інтеграцію різних факторів та постійне вдосконалення методів розрахунку. Це дозволить забезпечити більш точні та надійні оцінки, що відкриває шлях до більш

ефективного фінансового управління та прийняття раціональних рішень щодо інвестиційного капіталу.

8. В цілому відзначимо, що використання іноземного досвіду оцінки вартості капіталу може бути корисним і перспективним для розвитку фінансової системи в Україні. Залучення ідей, методологій та практик, які вже успішно використовуються в інших країнах, може сприяти покращенню якості оцінки вартості капіталу в українському контексті. Іноземний досвід може допомогти у вирішенні проблем, з якими стикаються українські оцінювачі капіталу, такі як недостатня доступність якісних даних, неоднорідність ринку та висока ступінь невизначеності. Саме інформаційна прозорість корпорації на нашу думку є ключовим аспектом в даному розрізі, оскільки за рахунок «закритості» вітчизняного фінансового ринку, не всі інвестори та стейкхолдери мають змогу ефективно оцінити усі наявні ризики компанії та відповідно визначити її вартість.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Слав'юк Р. Капітал підприємств і банків: теоретичні основи формування та управління: монографія. Київ: УБС НБУ, 2016. 330 с.
2. Brealey, Richard A. Principles of corporate finance / Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. 10th ed. 885 p.
3. Стащук О. В. Теоретичні та практичні аспекти оцінювання вартості капіталу підприємств. *Економіка і суспільство*. 2018. №9. С. 1153-1157.
4. Пойда-Носик Н., Петришинець Л. Управління вартістю і структурою капіталу підприємства як елемент фінансової безпеки. *Фінанси України*. 2010. № 6. С. 117–124
5. Коваль І. Ф. Оцінка вартості компаній: методичні підходи та застосування. *Молодий вчений*. 2017. № 4. С. 665-668.
6. Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч. посібник. К.: КНЕУ, 2003. 554 с.
7. Григораши Т. Ф. Середньозважена вартість капіталу: особливості розрахунку в Україні та у світі. *Бізнес Інформ*. 2016. № 11. С. 281-286.
8. Терещенко О. О. Фінансовий контролінг : навч. Посібник / О. О. Терещенко, Н. Д. Бабяк. –К. :КНЕУ, 2013. – 407 с.
9. Терещенко О. Ставка дисконтування у прийнятті фінансово-інвестиційних рішень / О. Терещенко // *Фінанси України*. – 2010. - №9. – С. 77-90.
10. Пашкова М. І., Макалюк І. В. Особливості розрахунку середньозваженої вартості капіталу для банківських установ. Науково-технічний розвиток: економіка, технології, управління : матеріали ХХ Міжнародної науково-практичної конференції, м. Київ, 8-9 квітня 2021 року. Київ : КПП ім. Ігоря Сікорського, 2021. С. 48-49.
11. Швиданенко Г.О. Управління капіталом підприємства: Навч. посіб. / Г.О. Швиданенко, Н.В. Шевчук. К.: КНЕУ, 2007. 440 с.

12. Піменова Ю. І. Економічна додана вартість як показник ефективності діяльності підприємства. *Стратегія і механізми регулювання промислового розвитку*. 2017. С. 133-142.

13. Климаш Н.І. Економічна додана вартість (EVA) та її вплив на вартість підприємства. Актуальні проблеми використання потенціалу економіки країни: світовий досвід та вітчизняні реалії: матеріали IV Міжнародної науковопрактичної конференції, 25 квітня 2020 р., м. Дніпро. Дніпро: ПДАБА, 2020. С. 115—117.

14. Мамонтова Н.А. Управління вартістю компанії: теоретико-методологічні аспекти. *Актуальні проблеми економіки*. 2015. № 8 (110). С. 135—139.

15. Задерей В. Ю. Методи оцінки вартості компаній. *Агросвіт*. 2017. № 5. С. 48-54.

16. Kucher, Anatolii & Kucher, Lesia. (2014). Методологічні аспекти визначення ставки дисконту під час прогнозування грошових потоків проектів агроформувань. *Вісник ХНТУСГ. Серія «Економічні науки»*. 188—196.

17. «Про Акціонерні товариства» Закон України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2465-20#n1985> (дата звернення 15.05.2023)

18. «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні», Закон України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2658-14#Text> (дата звернення 15.05.2023)

19. ПАТ «Центренерго». Офіційний сайт URL: <https://www.centrenergocom/> (дата звернення 15.05.2023)

20. Фінансова звітність ПАТ «Центренерго». URL: <https://www.centrenergocom/finance-info/> (дата звернення 15.05.2023)

21. Country Statistics. Average Risk Premium. URL: <https://www.statista.com/statistics/664840/average-market-risk-premium-usa/> (дата звернення 20.03.2022)

22. Damodaran Online. Official site.
 URL: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html
 (дата звернення 20.04.2023)

23. Манойленко О. В., Самченко Ж. В. Актуальні проблеми оцінки вартості капіталу в Україні. Дослідження та оптимізація економічних процесів "Оптимум–2012" : тр. 8-ї Міжнар. наук.-практ. конф., 5-7 грудня 2012 р. Харків : НТУ "ХПІ", 2012. о С. 252-254.

24. Роганова, Г., & Підвисоцький, В. (2020). Імітаційне моделювання структури капіталу підприємства: метод Монте-карло. *Молодий вчений*, 2 (78), 44-49.

25. Конієва, Т. А. (2021). Зниження вартості формування власного капіталу підприємства. *Науковий вісник Полісся*, 2(2(14)), 114–120.

26. Куліш Г. П. Вартісно орієнтовані показники оцінки ефективності діяльності підприємства: теорія і практика//Стратегія розвитку України: економічний та гуманітарний виміри: матеріали IV Міжнародної науково-практичної конференції. К.: "Інформаційно-аналітичне агентство", 2017. - С. 131-133

27. Штефан Н. М. Удосконалення методів оцінки вартості промислових підприємств. *Підприємництво та економіка підприємства*. 2021. №3 (75). С. 182-190.

28. Бабіченко В. Корпоративні фінанси: сучасна парадигма розвитку :[монографія]. К. : ИД «Виниченко», 2014. —552 с.

29. Horn, M. P., Emmel, H., Schmidt, M., & Gatzert, S. (2015). Estimating the Country Risk Premium – Presenting an alternative to Damodaran’s country risk premium data base. *Corporate Finance*, 05, 157-166 [in English]

30. Fedorovych, I. M. (2018), “World experience of functioning of stock market participants and the possibilities of adapting it to domestic realities”, *Efektivna ekonomika*, vol. 10. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=6585> (Accessed 10 Jun 2023).

ДОДАТКИ

Додаток А. Звіт про фінансовий стан ПАТ «Центренерго»

Додаток 1
до Національного Положення
(стандарту)
бухгалтерського обліку
1 "Загальні вимоги до фінансової
звітності"

			Коди
Дата (рік, місяць, число)			2021/30/09
Підприємство	ПАТ "Центренерго"	за ЄДРПОУ	22927045
Територія	Україна	за КАТОТТГ	3223155400
Організаційно-правова форма господарювання	Акціонерне Товариство	за КОПФГ	230
Вид економічної діяльності	Виробництво електроенергії	за КВЕД	35.11
Середня кількість працівників ¹	6231		
Адреса, телефон	08711, Обухівський район, смт. Козин, вул.Рудиківська 49		
Одиниця виміру:	тис.грн.		
Складено (зробити позначку "v" у відповідній клітинці):			
за положеннями (стандартами) бухгалтерського обліку			
за міжнародними стандартами фінансової звітності			"v"

Баланс (Звіт про фінансовий стан)

на 30 вересня 2021 р.

Форма № 1

Код за ДКУД

1801001

Актив	Код рядка	На початок звітного періоду	На кінець звітного періоду
1	2	3	4
I. Необоротні активи			
Нематеріальні активи:	1000	2 012	1 680
первісна вартість	1001	14 998	14 998
накопичена амортизація	1002	(12 986)	(13 318)

Незавершені капітальні інвестиції	1005	621 267	658 038
Основні засоби:	1010	4 887 923	4 711 086
первісна вартість	1011	6 071 840	6 073 390
знос	1012	(1 183 917)	(1 362 304)
Інвестиційна нерухомість Справедлива (залишкова) вартість івестиційної нерухомості	1015		
Довгострокові фінансові інвестиції: які обліковуються за методом участі в капіталі інших підприємств	1030		
інші фінансові інвестиції	1035		
Довгострокова дебіторська заборгованість	1040		
Відсрочені податкові активи	1045	222 069	221 415
Інші необоротні активи	1090		
Усього за розділом I	1095	5 733 271	5 592 219
II. Оборотні активи			
Запаси	1100	523 456	480 186
Дебіторська заборгованість за товари, роботи, послуги	1125	2 169 453	2 671 370
Дебіторська заборгованість за розрахунками: за виданими авансами	1130	367 692	203 517
з бюджетом	1135	174 662	181 340
у тому числі з податку на прибуток	1136	171 052	179 062
із внутрішніх розрахунків	1145		
Інша поточна дебіторська заборгованість	1155	28 054	557 030
Гроші та їх еквіваленти	1165	1 225 358	781 365
Інші оборотні активи	1190	345 754	514 241
Усього за розділом II	1195	4 834 429	5 389 049
III. Необоротні активи, утримувані для продажу та групи вибуття	1200		
БАЛАНС	1300	10 567 700	10 981 268

Пасив	Код рядк а	На початок звітнього періоду	На кінець звітнього періоду
1	2	3	4
I. Власний капітал			
Зареєстрований капітал	1400	480 229	480 229
Капітал у дооцінках	1405	2 548 318	2 536 211
Додатковий капітал	1410	1 207 473	1 035 137
Резервний капітал	1415	368 709	371 767
Нерозподілений прибуток (непокритий збиток)	1420	-888 479	-1 093 033

Неоплачений капітал	1425		
Вилучений капітал	1430		
Усього за розділом I	1495	3 716 250	3 330 311
II. Довгострокові зобов'язання і забезпечення			
Відстрочені податкові зобов'язання	1500		
Довгострокові кредити банків	1510		
Інші довгострокові зобов'язання	1515	210	210
Довгострокові забезпечення	1520	937 296	912 609
Цільове фінансування	1525	38 257	38 257
Усього за розділом II	1595	975 763	951 076
III. Поточні зобов'язання і забезпечення			
Короткострокові кредити банків	1600		
Векселі видані	1605	305	305
Поточна кредиторська заборгованість за: довгостроковими зобов'язаннями	1610		
товари, роботи, послуги	1615	3 231 975	4 321 246
розрахунками з бюджетом	1620	500 775	404 729
у тому числі з податку на прибуток	1621	365	365
розрахунками зі страхування	1625	14 019	9 154
розрахунками з оплати праці	1630	55 278	45 564
за одержаними авансами	1635	1 229 986	948 997
за розрахунками з учасниками	1640	16 333	54 293
із внутрішніх розрахунків	1645		
Поточні забезпечення	1660	279 183	299 740
Доходи майбутніх періодів	1665	3 599	852
Інші поточні зобов'язання	1690	544 234	615 001
Усього за розділом III	1695	5 875 687	6 699 881
IV. Зобов'язання, пов'язані з необоротними активами та групами вибуття, утримуваними для продажу, та групи вибуття	1700		
БАЛАНС	1900	10 567 700	10 981 268

Додаток Б. Звіт про фінансові результати ПАТ «Центренерго»

Підприємство	ПАТ "Центренерго"	за ЄДРПОУ	Дата (рік, місяць, число)	КОДИ
				2021/09/30
				22927045

Звіт про фінансові результати (Звіт про сукупний дохід)
за 9 місяців 2021 року

Форма № 2 Код за ДКУД 1801003

I. ФІНАНСОВІ РЕЗУЛЬТАТИ

Стаття	Код рядка	За звітний період	За аналогічний період попереднього року
1	2	3	4
Чистий дохід від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг)	2000	8 908 828	14 929 164
Собівартість реалізованої продукції (товарів, робіт, послуг)	2050	(9 198 066)	(14 726 721)
Валовий:			
прибуток	2090		202 443
збиток	2095	(289 238)	
Інші операційні доходи	2120	558 185	47 828
Адміністративні витрати	2130	(232 185)	(216 004)
Витрати на збут	2150	(28 899)	(39 614)
Інші операційні витрати	2180	(158 429)	(157 873)
Фінансові результати від операційної діяльності:			
прибуток	2190		
збиток	2195	(150 566)	(163 220)
Доход від участі у капіталі	2200		
Інші фінансові доходи	2220		
Інші доходи	2240	3 058	2 971

Фінансові витрати	2250		
Втрати від участі у капіталі	2255		
Інші витрати	2270	(7 344)	(22)
Фінансовий результат до оподаткування:			
прибуток	2290		
збиток	2295	(154 852)	(160 271)
Витрати(дохід) з податку на прибуток	2300	(656)	(2 820)
Прибуток (збиток) від припиненої діяльності після оподаткування	2305		
Чистий фінансовий результат:			
прибуток	2350		
збиток	2355	(155 508)	(163 091)