

НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
«ОДЕСЬКА ЮРИДИЧНА АКАДЕМІЯ»

Факультет адвокатури та антикорупційної діяльності
Кафедра економіки та менеджменту

БАКАЛАВРСЬКА РОБОТА

**на тему: «Стратегічний підхід до управління вартістю капіталу суб'єкта
господарювання»**

Виконала: здобувачка 4 курсу бакалаврського рівня
галузі знань

07 – Управління та адміністрування,
спеціальності 073 – Менеджмент

Анна КОБІЛЯН

Керівник: к.е.н., доц. Євгенія РЕДІНА

Рецензент: к.е.н., доц. Іван ПРИМАЧЕНКО

Одеса – 2025

ЗМІСТ

ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ СТРАТЕГІЧНОГО УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ КАПІТАЛУ СУБ'ЄКТА ГОСПОДАРЮВАННЯ.....	7
1.1. Поняття та види капіталу суб'єктів господарювання	7
1.2. Суть та значення вартості капіталу у стратегічному управлінні суб'єктами господарювання.....	13
1.3. Методи оцінки вартості капіталу та їх роль у стратегічному управлінні..	20
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ КАПІТАЛУ СУБ'ЄКТА ГОСПОДАРЮВАННЯ	28
2.1. Загальна характеристика та аналіз фінансово–економічних показників суб'єкта господарювання	288
2.2. Виявлення основних проблем у структурі капіталу та їх вплив на управління суб'єктом господарювання.....	39
РОЗДІЛ 3. СТРАТЕГІЧНІ НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ КАПІТАЛУ СУБ'ЄКТА ГОСПОДАРЮВАННЯ.....	48
3.1. Вибір оптимального стратегічного напрямку для управління вартістю капіталу суб'єкта господарювання.....	47
3.2. Обґрунтування витрат та оцінка фінансової ефективності реструктуризації боргових зобов'язань.....	51
ВИСНОВКИ.....	64
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	68

ВСТУП

У сучасних умовах глобалізації та конкуренції стратегічне управління вартістю капіталу є ключовим для сталого розвитку суб'єктів господарювання. Вартість капіталу впливає на рішення щодо фінансування й оптимізації структури капіталу, визначаючи конкурентоспроможність. Ефективне управління нею забезпечує стабільність і зростання в умовах економічних змін.

Актуальність теми дослідження зумовлена зростаючою роллю вартості капіталу в умовах глобальних економічних викликів, таких як нестабільність фінансових ринків і швидкі технологічні зміни. У сучасному світі суб'єкти господарювання змушені постійно адаптуватися до нових умов, що підвищує потребу в ефективних стратегіях управління фінансовими ресурсами. Дослідження стратегічного управління вартістю капіталу сприяє розробці рішень, які забезпечують фінансову стійкість і конкурентоспроможність, що є особливо важливим для досягнення цілей сталого розвитку.

Сучасне економічне середовище характеризується ускладненням фінансових ринків, появою нових інструментів фінансування та підвищеною волатильністю. Це вимагає від суб'єктів господарювання глибокого розуміння механізмів формування вартості капіталу та застосування науково обґрунтованих методів її управління. Ефективне управління вартістю капіталу сприяє знаходженню оптимального балансу між власними та залученими коштами, зниженню фінансових витрат, підвищенню рентабельності та зміцненню фінансової стійкості. Крім того, воно посилює інвестиційну привабливість суб'єктів господарювання, що є важливим для залучення капіталу від інвесторів і кредиторів у умовах обмеженого доступу до фінансування.

У дослідженнях зі стратегічного управління вартістю капіталу значний внесок зробили як українські, так і зарубіжні науковці, зокрема Tambiah Matthew A., Koller Tim, Goedhart Marc H., Wessels David та вітчизняні автори, що вивчали

сутність, структуру та оптимізацію капіталу. Серед них – Безкровний О., Бержанір І., Дідух С., Дорошенко А, Кібік О., Котлубай В., Ковтун В., Редіна Є., Рибалка М., наукові праці, яких присвячені теоретичним засадам та практичним аспектам управління власним та позиковим капіталом, проблематиці вартості інвестиційного капіталу.

Метою бакалаврської роботи є дослідження ефективних стратегічних підходів до управління вартістю капіталу суб'єкта господарювання для покращення його фінансової ефективності та посилення конкурентних позицій.

Для досягнення поставленої мети вирішено такі завдання:

- визначити сутність, види та структуру капіталу суб'єктів господарювання;
- дослідити роль вартості капіталу та методи його оцінки в системі стратегічного управління;
- проаналізувати фінансово–економічні показники суб'єкта господарювання для оцінки його фінансового стану;
- виявити проблемні аспекти в структурі капіталу та оцінити їх вплив на ефективність управління;
- обґрунтувати стратегічні засади вдосконалення управління вартістю капіталу;
- оцінити фінансову ефективність запропонованих заходів через розрахунок;
- розробити рекомендації щодо оптимізації управління вартістю капіталу для підвищення фінансової стійкості.

Об'єктом дослідження є процес управління вартістю капіталу суб'єкта господарювання. в умовах мінливого економічного середовища.

Предметом дослідження є стратегічні підходи до управління вартістю капіталу, спрямовані на оптимізацію його структури та підвищення фінансової ефективності.

Методи дослідження. Для отримання теоретичного підґрунтя дослідження застосовують такі методи, як: аналіз наукової літератури, порівняльний аналіз

(існуючих підходів до управління вартістю капіталу різних суб'єктів господарювання або різних теоретичних моделей), методи синтезу та узагальнення (для формування цілісної картини досліджуваного явища).

Також у роботі для аналізу практичного стану управління вартістю капіталу АТ «Укрзалізниця» використовуються методи аналізу фінансової звітності (розрахунок показників структури та вартості капіталу), статистичного аналізу (виявлення тенденцій у фінансових даних), сценарного аналізу (оцінка ефективності заходів за різними сценаріями) та фінансового моделювання (розрахунок NPV, IRR, термінів окупності).

Інформаційною базою бакалаврської роботи є наукові праці, монографії, статті у фахових виданнях вітчизняних та зарубіжних вчених з питань управління вартістю капіталу, фінансового менеджменту, стратегічного управління. Також використовуються аналітичні огляди та звіти інвестиційних компаній, рейтингових агентств та консалтингових фірм, що стосуються фінансового стану та перспектив розвитку АТ «Укрзалізниця» та галузі в цілому. Важливими є фінансова звітність АТ «Укрзалізниця» за релевантний період, включаючи баланси, звіти про фінансові результати, звіти про рух грошових коштів, звіти про власний капітал та примітки до фінансової звітності.

Основні теоретичні основи роботи та її практичні результати було представлено на Всеукраїнській науково–практичній конференції здобувачів вищої освіти «Суспільство та держава: нові виміри у воєнний час» (м. Одеса, 26 травня 2025 року).

Бакалаврська робота складається з вступу, 3 (трьох) розділів, висновків та списку використаних джерел.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ СТРАТЕГІЧНОГО УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ КАПІТАЛУ СУБ'ЄКТА ГОСПОДАРЮВАННЯ

1.1. Поняття та види капіталу суб'єктів господарювання

У сучасних умовах глобалізації та динамічних змін ринкового середовища стратегічне управління вартістю капіталу суб'єктів господарювання набуває ключового значення для забезпечення їхньої фінансової стабільності, конкурентоспроможності та довгострокового розвитку. Капітал, як фундаментальний економічний ресурс, відображає фінансову основу діяльності суб'єктів господарювання, забезпечуючи можливості для реалізації стратегічних цілей, інвестування в інновації та адаптації до економічних викликів. Ефективне управління вартістю капіталу передбачає не лише оптимальне використання наявних ресурсів, але й стратегічне планування їх формування, розподілу та зростання, що дозволяє максимізувати економічну цінність і мінімізувати ризики.

Теоретичні основи стратегічного управління вартістю капіталу базуються на глибокому розумінні сутності капіталу, його структури та особливостей функціонування в економічній системі. Поняття капіталу є багатогранним і охоплює різні аспекти – від матеріальних і нематеріальних активів до фінансових ресурсів, які залучаються для створення доданої вартості. Історично капітал досліджувався вченими різних економічних шкіл, починаючи від античних мислителів, таких як Аристотель, до сучасних економістів, що пропонують комплексні підходи до його класифікації та оцінки. Такі дослідження підкреслюють складність і неоднозначність категорії капіталу, яка залежить від контексту, форм власності, джерел походження та функціонального призначення.

Ефективне управління капіталом дозволяє оптимізувати використання фінансових, матеріальних і нематеріальних активів, сприяючи підвищенню вартості капіталу, мінімізації економічних ризиків і створенню умов для реалізації інвестиційних та інноваційних проєктів. У сучасних умовах, коли економічна нестабільність і волатильність ринків створюють додаткові виклики, раціональне формування, розподіл і використання капіталу стають ключовими факторами забезпечення фінансової стійкості, зростання економічної цінності та зміцнення ринкових позицій суб'єктів господарювання.

Поняття «капітал» є надзвичайно багатогранним і неоднозначним. Його зміст неодноразово інтерпретувався різними економічними школами протягом історії. Це пов'язано з тим, що капітал виступає в різних формах і має багато аспектів, які потребують детального аналізу. Слово «капітал» походить від латинського слова «capitalis», що означає «головний», проте його значення в економічній теорії набуло значно ширшого тлумачення [18, с. 2].

Дослідження сутності та економічного змісту капіталу є важливою темою в економічній науці, якою вчені різних економічних шкіл займаються вже багато років. Термін «капітал» є одним з ключових та фундаментальних понять в економіці, і його аналіз проводився з різних точок зору та в різних аспектах.

Перша наукова спроба аналізу капіталу була здійснена давньогрецьким мислителем Аристотелем (384–322 роки до н.е.), який розглядав капітал через призму багатства. Він дійшов висновку, що багатство можна поділити на два види: «економіка» – багатство, дане природою, яке пов'язане з постійним накопиченням засобів, необхідних для життя та корисних для держави або домашнього господарства; та «хрематистика» – процес накопичення грошей. Аристотель розрізняв ці два види багатства, вважаючи «економіку» природним та необхідним для існування, тоді як «хрематистику» – штучним та спрямованим на збагачення заради самого збагачення. Цей поділ, запропонований Аристотелем, є одним з перших кроків у дослідженні сутності капіталу та його значення в економіці [22, с. 303].

Капітал завжди був предметом дослідження багатьох видатних вчених, але, незважаючи на це, він залишається одним з найбільш складних та багатогранних економічних категорій. Для будь-якого суб'єкта господарювання, незалежно від його форми власності та організаційно-правової форми, власний капітал має вирішальне значення, адже він є основою його діяльності та запорукою успіху.

Іншими словами, хоч багато експертів досліджували та намагалися визначити поняття «капіталу», воно досі залишається складним та неоднозначним. Проте, без власного капіталу не може існувати жоден суб'єкт господарювання, тому його значення важко переоцінити.

Різноманітність поглядів на визначення терміну «капітал» пояснюється різними трактуваннями сутності капіталу як у вітчизняній, так і в зарубіжній літературі.

Наприклад, багато економістів визначають капітал як сукупність матеріальних цінностей. Так, фізіократ Франсуа Кене вважав, що «капітал – це не гроші, а ті засоби виробництва, які можна придбати за гроші». У свою чергу, Адам Сміт визначав капітал як «головну рушійну силу економічного прогресу. Це запас продукції, що приносить прибуток, або за допомогою якого працею створюються нові блага» [9, с. 175].

Жан-Батіст Сей вважав, що капітал є одним із факторів виробництва, який утворюється в процесі нагромадження, тобто через залучення до виробництва більшої кількості створених продуктів, ніж було спожито в процесі їх виробництва, це і є могутнім двигуном, призначеним для використання людиною, і не існує межі капіталу, який можна акумулювати за допомогою часу, виробництва та ощадливості [1, с. 18].

Американський економіст, професор Джон Бейтс Кларк, розглядав капітал, на відміну від Жан-Батіста Сея, не як один фактор, а як два – грошовий капітал і капітальні блага [1, с. 18].

Ці та інші приклади свідчать про те, що існує безліч різних поглядів на сутність капіталу, і це питання залишається актуальним і дискусійним до сьогодні.

Сучасний економіст І. А. Бланк визначає капітал як накопичений завдяки заощадженням запас економічних благ, що існують у формі грошових коштів, матеріальних та нематеріальних формах. Цей запас власники залучають до економічного процесу як інвестиційний ресурс та фактор виробництва з метою отримання доходу. Функціонування капіталу в економічній системі базується на ринкових принципах та пов'язане з такими факторами, як час, ризик та ліквідність [18, с.4]. І. А. Бланк пропонує розглядати основні характеристики, що визначають особливості застосування категорії «капітал», виходячи безпосередньо з практичної точки зору. Було виділено десять ознак капіталу, які відображають його сутність та роль у діяльності суб'єктів господарювання, які зображені на рисунку 1.1.

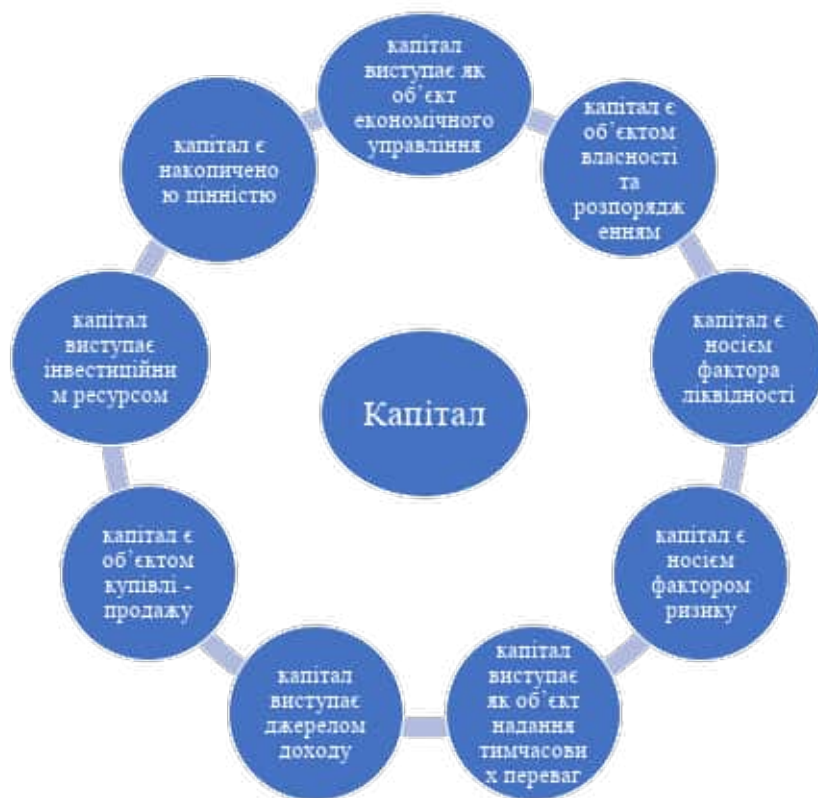


Рис. 1.1. Ознаки капіталу

Джерело: складено автором на основі [35, с. 97]

Капітал суб'єктів господарювання є ключовим економічним ресурсом, що забезпечує їх функціонування та розвиток. У широкому розумінні капітал являє собою сукупність активів, які використовуються для створення доданої вартості

та отримання прибутку. Його багатогранність зумовлює необхідність класифікації за різними критеріями, що сприяє аналізу структури капіталу, оцінці його ефективності та формуванню стратегій управління. Класифікація капіталу за формами власності, формами інвестування, джерелами походження, функціональним призначенням та іншими ознаками забезпечує комплексне розуміння його ролі в господарській діяльності.

За формами власності капітал поділяється на власний і позиковий. Власний капітал становить основу фінансової стабільності суб'єкта господарювання, оскільки належить йому безпосередньо та відображається у балансі. Він формується за рахунок статутного капіталу, визначеного установчими документами, додаткового капіталу, що включає емісійний дохід або переоцінку активів, резервного капіталу, призначеного для покриття непередбачених витрат, а також нерозподіленого прибутку, накопиченого в процесі діяльності. Власний капітал забезпечує незалежність суб'єкта господарювання від зовнішніх кредиторів і є важливим елементом його фінансової стійкості. Позиковий капітал залучається від зовнішніх джерел на умовах повернення з виплатою відсотків. Він охоплює довгострокові зобов'язання, які фінансують масштабні інвестиційні проєкти, і короткострокові зобов'язання, спрямовані на поточні потреби. Використання позикового капіталу сприяє розширенню діяльності суб'єкта господарювання, але потребує ретельного управління для уникнення надмірної заборгованості.

За формами інвестування капітал класифікується на грошовий, реальний і нематеріальний. Грошовий капітал охоплює кошти в ліквідній формі, які використовуються для фінансування інвестиційних проєктів, придбання активів або покриття операційних витрат. Реальний капітал представлений матеріальними активами, такими як будівлі, обладнання чи сировина, що беруть участь у виробничому процесі. Нематеріальний капітал включає активи без фізичної форми, зокрема патенти, ліцензії, торговельні марки, авторські права та програмне забезпечення, які мають значну економічну цінність і сприяють конкурентоспроможності.

Класифікація за джерелами походження виділяє первинний і накопичений капітал. Первинний капітал формується на етапі створення суб'єкта господарювання через внески засновників або інвесторів, забезпечуючи стартові умови для діяльності. Накопичений капітал утворюється в процесі господарської діяльності завдяки реінвестуванню прибутку, що дозволяє фінансувати подальший розвиток без зовнішніх ресурсів.

За функціональним призначенням капітал поділяється на основний і оборотний. Основний капітал спрямовується на створення та використання основних засобів, таких як будівлі чи обладнання, які мають тривалий термін експлуатації. Його вартість поступово переноситься на продукцію через амортизацію. Оборотний капітал використовується для забезпечення поточної діяльності, зокрема для придбання сировини, матеріалів чи оплати праці. Він повністю переносить свою вартість на продукцію протягом одного виробничого циклу, що робить його важливим для безперервності господарських процесів.

Додатково капітал класифікується за іншими критеріями. Валовий капітал охоплює загальну суму активів суб'єкта господарювання, тоді як чистий капітал розраховується як різниця між валовим капіталом і зобов'язаннями, відображаючи реальну власність. Статутний капітал фіксує внески засновників, визначені в установчих документах, а додатковий капітал формується за рахунок переоцінки активів чи емісійного доходу.

Отже, капітал суб'єктів господарювання є багатокомпонентним ресурсом, що відіграє ключову роль у забезпеченні їхньої діяльності та розвитку. Його класифікація за різними ознаками сприяє глибшому розумінню структури капіталу, оцінці його ефективності та розробці стратегій управління. Комплексний підхід до аналізу капіталу підвищує фінансову стійкість суб'єкта господарювання, його конкурентоспроможність і здатність адаптуватися до змін ринкового середовища.

1.2. Суть та значення вартості капіталу у стратегічному управлінні суб'єктами господарювання

Вартість капіталу є одним із ключових факторів, що визначають структуру капіталу суб'єктів господарювання та їхню здатність ефективно функціонувати в умовах сучасної економіки. У контексті стратегічного управління вартістю капіталу цей показник відіграє вирішальну роль у формуванні обґрунтованих фінансових рішень, пов'язаних із вибором джерел фінансування, оцінкою інвестиційних проєктів і забезпеченням довгострокової фінансової стійкості. Вартість капіталу відображає ціну, яку суб'єкт господарювання сплачує за залучення ресурсів із різних джерел, включаючи власний і позиковий капітал, і безпосередньо впливає на його здатність генерувати прибуток, оптимізувати витрати та досягати стратегічних цілей.

В умовах сучасної економіки, позначеної глобалізацією, економічною нестабільністю, швидкими технологічними змінами та інтенсифікацією конкуренції, точне розуміння вартості капіталу набуває критичного значення для забезпечення конкурентоспроможності суб'єктів господарювання, оскільки дозволяє оцінювати економічну ефективність інвестиційних проєктів, оптимізувати структуру капіталу, мінімізувати фінансові ризики, підтримувати ринкову цінність і сприяти досягненню стратегічних цілей у динамічному ринковому середовищі.

Для глибшого розуміння сутності вартості капіталу необхідно розглянути різні підходи до її визначення, що відображають багатогранність цього поняття в економічній теорії та практиці. Різні науковці пропонують власні трактування вартості капіталу, акцентуючи на її ролі як фінансового показника, що впливає на прийняття управлінських рішень. У таблиці 1.1. наведено основні визначення вартості капіталу, запропоновані провідними економістами, які ілюструють різноманітність поглядів на цю категорію.

Таблиця 1.1.

Визначення терміну «вартість капіталу»

Автор	Визначення
Бланк І.	Вартість капіталу – це ціна, яку підприємство має сплатити за його залучення з різних джерел [18, с.4].
Кам'янська О	Вартість капіталу – це витрати на залучення капіталу, тобто сума коштів, які підприємство повинно регулярно виплачувати власникам капіталу (кредиторам або інвесторам) з урахуванням суми залученого капіталу, тобто середня ціна, яку підприємство готове платити за залучення капіталу з різних джерел [15, с. 168]
Соломон Е.	Вартість капіталу визначається як мінімально необхідна норма прибутку або як гранична ставка для інвестиційних витрат.
Л. Дж. Гітман	Вартість капіталу – це норма прибутку, яку підприємство повинно отримувати від своїх інвестицій, щоб ринкова вартість підприємства залишалась незмінною [8, с. 100].

Джерело: складено автором на основі [8,15,18]

Ці визначення підкреслюють, що вартість капіталу є комплексним показником, який охоплює як витрати на залучення ресурсів, так і очікувану норму прибутку, необхідну для підтримки економічної цінності суб'єкта господарювання. Різноманітність підходів до визначення вартості капіталу відображає її багатогранність, що залежить від джерел фінансування, структури капіталу та ринкових умов.

Основні функції фінансового менеджменту включають організацію залучення достатнього обсягу капіталу з різних джерел за мінімально можливих витрат, а також забезпечення стабільної ринкової вартості суб'єкта господарювання. Історично проблема вартості капіталу часто недооцінювалася, однак сучасний підхід до фінансового менеджменту визнає її центральну роль у прийнятті стратегічних рішень. Прогресивні фінансові менеджери використовують показник вартості капіталу для оцінки доцільності інвестиційних проєктів, оптимізації структури капіталу та підвищення

ефективності господарської діяльності. Значення цього показника в управлінні суб'єктами господарювання ілюструється на рисунку 1.2.



Рис. 1.2. Роль вартості капіталу у стратегічному управлінні

Джерело: складено автором на основі [36]

Концепція вартості капіталу відіграє вирішальну роль у процесі перерозподілу капіталу між різноманітними інвестиційними проєктами. Вона є фундаментальним критерієм для прийняття обґрунтованих інвестиційних рішень. Оскільки основною метою фінансового менеджменту є максимізація добробуту акціонерів, компанія зобов'язана інвестувати лише в ті проєкти, які здатні принести фінансову вигоду власникам. Вартість капіталу служить своєрідним бар'єром, який відокремлює ефективні інвестиції від неефективних. Проєкти, очікувана дохідність яких перевищує вартість капіталу, сприймаються як такі, що створюють додаткову вартість для акціонерів, і тому є привабливими для інвестування. І навпаки, інвестиції в проєкти з дохідністю, нижчою за

вартість капіталу, розглядаються як неефективні. Таким чином, правильне визначення та врахування вартості капіталу є життєво важливим для оптимального розподілу капіталу та досягнення стратегічних цілей суб'єкта господарювання.

При розробці оптимальної структури капіталу суб'єкта господарювання, ключовим завданням є досягнення мінімальної вартості капіталу. Ефективна структура капіталу сприяє підвищенню ринкової вартості суб'єкта господарювання, оскільки інвестори позитивно оцінюють суб'єкта господарювання з низькою вартістю залучення капіталу. Вибір джерела фінансування (власні кошти, боргові зобов'язання, тощо) безпосередньо залежить від вартості кожного з них. Компанія прагне залучити капітал таким чином, щоб загальна вартість капіталу була найнижчою, враховуючи при цьому рівень ризику та інші фактори.

Вартість капіталу також відіграє ключову роль у процесі прийняття рішень щодо капіталовкладень. Вона є визначальним фактором при оцінці ефективності інвестиційних проєктів. Зокрема, вартість капіталу використовується як ставка дисконтування для майбутніх грошових потоків у методах оцінки, заснованих на дисконтуванні грошових потоків. За допомогою дисконтування, компанія може звести майбутні надходження до їх теперішньої вартості та порівняти їх з інвестиційними витратами. Крім того, при використанні методу внутрішньої норми прибутку, прогнозована мінімальна бажана норма прибутку (яка часто базується на вартості капіталу) порівнюється з фактично розрахованою внутрішніми нормами прибутку проєкту. Якщо внутрішні норми прибутку перевищує мінімальну бажану норму прибутку, проєкт вважається привабливим для інвестування [36].

Крім того, вартість капіталу впливає на рішення суб'єкта господарювання щодо дивідендів та управління оборотним капіталом. Ефективне управління оборотним капіталом передбачає оптимізацію його рівня для забезпечення безперебійної роботи суб'єкта господарювання та мінімізації витрат на його

утримання. Вартість капіталу допомагає визначити оптимальний баланс між виплатою дивідендів та реінвестуванням.

Вартість капіталу є не тільки важливим інструментом для прийняття інвестиційних рішень, але й ефективним засобом для оцінки фінансових показників діяльності суб'єкта господарювання та її керівництва. Вона служить своєрідним критерієм успіху для топ-менеджменту, оскільки на керівництво покладається відповідальність за досягнення результатів, які перевищують очікування інвесторів та кредиторів, тобто забезпечують прибутковість, вищу за вартість залученого капіталу.

Вартість капіталу для суб'єкта господарювання залежить від кількох факторів, як зовнішніх, так і внутрішніх, до яких можна віднести наступні:

1. Ринкові умови, що переважають у певний час, відповідають за ризики, пов'язані з фінансовим інструментом. Ризик, закладений у фінансовий інструмент, прямо пропорційний відсотку, який пропонує цей інструмент. Інвестори вважають за краще інвестувати у інструмент з високим рівнем ризику лише тоді, коли процентна ставка, запропонована ним, є відносно високою та достатньо привабливою, щоб увійти в таку ризиковану зону. Інвестори очікують вищої процентної ставки зі збільшенням ризику, пов'язаного з інструментом. Таке збільшення називається «премією за ризик». Це призводить до збільшення вартості фондів. Крім того, ринковість інструменту та стабільність його ціни є однаково важливими. Ринковість фінансового продукту за відносно стабільною ціною може знизити очікування інвесторів щодо норми прибутку, що може призвести до зниження вартості капіталу. У протилежній ситуації (тобто погана ринковість та нестабільна ринкова ціна інструменту) очікування інвесторів щодо процентної ставки будуть вищими, і, як наслідок, вартість фондів може бути високою.

2. Загальні економічні умови – цей фактор є зовнішнім щодо операційних меж суб'єкта господарювання та знаходиться поза її контролем. Загальні умови, що переважають в економіці країни, значною мірою відповідають за «попит на» та «пропозицію капіталу, і інфляційні очікування.

Високий рівень інфляції впливає на купівельну спроможність грошей і призводить до зменшення їх вартості. За таких умов інвестори/акціонери очікують високої норми прибутку як частину компенсації. Вартість капіталу в таких ситуаціях, як правило, висока.

У разі збільшення попиту на капітал без відповідного збільшення його пропозиції вартість капіталу (процентна ставка) буде високою. У зворотному сценарії, коли попит слабкий, а пропозиція достатня, вартість капіталу, ймовірно, буде низькою.

3. Операції суб'єкта господарювання та фінансові рішення безпосередньо впливають на вартість її капіталу. Певні управлінські рішення, особливо ті, що пов'язані з інвестиціями та фінансуванням, можуть створювати додаткові ризики, які інвестори враховують при визначенні очікуваної норми прибутку. Ці ризики, що виникають внаслідок операційної та фінансової діяльності суб'єкта господарювання, можна поділити на дві основні групи: комерційні ризики та фінансові ризики.

4. Комерційні ризики є прямим результатом інвестиційних рішень суб'єкта господарювання та характеризуються мінливістю доходності її активів. Наприклад, інвестиції в нові, неперевірені технології або вихід на незнайомі ринки можуть призвести до значних коливань у прибутках. Чим вищий рівень комерційного ризику, тим більшу компенсацію у вигляді вищої очікуваної норми прибутку вимагатимуть інвестори, що, відповідно, збільшує вартість капіталу для суб'єкта господарювання.

Фінансові ризики, з іншого боку, є наслідком структури капіталу суб'єкта господарювання та відображають збільшення коливань доходу, що припадає на акціонерів, через використання боргових та привілейованих акцій. Залучення значної частки позикових коштів збільшує фінансове навантаження на компанію (виплати відсотків), що може призвести до нестабільності чистого прибутку. Аналогічно, виплата фіксованих дивідендів за привілейованими акціями зменшує частку прибутку, доступну для звичайних акціонерів у разі несприятливих фінансових результатів. Зі зростанням як комерційних, так і

фінансових ризиків, інвестори очікують вищої норми прибутку як компенсацію за підвищений рівень невизначеності, що призводить до збільшення вартості капіталу для суб'єкта господарювання. І навпаки, зниження рівня цих ризиків сприяє зменшенню вартості капіталу.

5. Вартість залучених коштів має пряму залежність від обсягу необхідного фінансування. Як правило, зі збільшенням потреби бізнесу у фінансових ресурсах зростає і зважена вартість капіталу. Це може бути зумовлено кількома факторами. По–перше, для залучення значних обсягів коштів суб'єкта господарювання може знадобитися пропонувати інвесторам більш вигідні умови, включаючи вищі процентні ставки або дивіденди, щоб стимулювати їхні інвестиції. По–друге, великий обсяг залученого боргу може збільшити фінансовий ризик суб'єкта господарювання, що також призведе до зростання вимог інвесторів щодо норми прибутку. Крім того, при значному збільшенні емісії акцій може відбутися розмиття власності та зниження прибутковості на одну акцію, що також може вплинути на вартість власного капіталу.

Вартість капіталу є ключовим інструментом стратегічного управління, який допомагає суб'єктам господарювання приймати виважені рішення щодо інвестування, фінансування та ціноутворення, сприяючи їхньому стабільному розвитку та зростанню вартості. Розуміння сутності вартості капіталу необхідне для ефективного функціонування підприємства в конкурентному ринковому середовищі. Цей показник дозволяє оптимізувати структуру капіталу, мінімізуючи витрати на його залучення. Таким чином, правильне використання вартості капіталу підвищує конкурентоспроможність і довгострокову стійкість бізнесу.

1.3. Методи оцінки вартості капіталу та їх роль у стратегічному управлінні

Оцінка вартості капіталу є центральним елементом стратегічного управління суб'єктами господарювання, оскільки вона забезпечує основу для прийняття обґрунтованих фінансових і стратегічних рішень, спрямованих на максимізацію економічної цінності та забезпечення довгострокової конкурентоспроможності. Вартість капіталу відображає мінімальну норму прибутку, яку суб'єкт господарювання повинен генерувати від своїх інвестицій, щоб задовольнити очікування власників капіталу та кредиторів, а також підтримувати фінансову стійкість у сучасних умовах глобалізації, економічної волатильності та швидких технологічних трансформацій. Для інвесторів цей показник є ключовим інструментом оцінки потенційної дохідності вкладень, що враховує структуру капіталу, пов'язані ризики та ринкові умови, включаючи сучасні тренди, такі як зростання ESG-інвестування (екологічні, соціальні та управлінські фактори) і цифровізація фінансових ринків. У контексті стратегічного управління вартістю капіталу оцінка цього показника дозволяє оптимізувати фінансову структуру, мінімізувати ризики та підвищити ефективність використання ресурсів [6].

З точки зору суб'єкта господарювання, вартість капіталу є «ціною» за залучення фінансових ресурсів, необхідних для реалізації інвестиційних проєктів, придбання основних засобів, фінансування поточної діяльності чи розширення ринкової присутності. Вона слугує орієнтиром для вибору оптимальних джерел фінансування, оцінки економічної доцільності проєктів і формування стратегій розвитку, спрямованих на зростання ринкової цінності. Для інвесторів вартість капіталу визначає очікувану дохідність на вкладений капітал з урахуванням рівня ризику, пов'язаного з діяльністю суб'єкта господарювання. Вона використовується для прогнозування потенційного прибутку, оцінки корпоративних прав і аналізу сценаріїв розвитку подій,

включаючи розрахунок бета-коефіцієнта, який відображає чутливість фінансових результатів до ринкових коливань. У цифрову епоху, коли аналітика великих даних і штучний інтелект трансформують фінансові ринки, оцінка вартості капіталу набуває додаткової складності через необхідність врахування нових факторів ризику, таких як кіберзагрози, регуляторні зміни чи вплив ESG-критеріїв на інвестиційні рішення.

Процес оцінки вартості капіталу поділяється на три ключові етапи, кожен із яких відіграє важливу роль у формуванні фінансової стратегії суб'єкта господарювання. На першому етапі оцінюється вартість власного капіталу, що включає аналіз його складових: статутного капіталу, сформованого внесками засновників, резервного капіталу, призначеного для покриття непередбачених витрат, додаткового капіталу, що виникає внаслідок переоцінки активів чи емісійного доходу, та нерозподіленого прибутку, який є джерелом реінвестування. Цей етап є фундаментальним, оскільки власний капітал становить основу фінансової стабільності та визначає здатність суб'єкта господарювання залучати додаткові інвестиції. На другому етапі оцінюється вартість позичкового капіталу, що охоплює аналіз джерел, таких як банківські кредити, облігаційні позики, лізингові угоди чи комерційні кредити. Для кожного джерела визначається його вартість, враховуючи процентні ставки, комісії, страхові платежі та інші супутні витрати. На третьому етапі розраховується середньозважена вартість капіталу (WACC), яка інтегрує витрати на власний і позичковий капітал з урахуванням їх часток у загальній структурі. WACC є ключовим показником для оцінки інвестиційних проєктів, оскільки проєкт вважається економічно доцільним, якщо його дохідність перевищує WACC, а також використовується для дисконтування грошових потоків при оцінці вартості бізнесу [40].

Оцінка вартості власного капіталу є фундаментальним етапом, оскільки власний капітал становить основу фінансової стабільності суб'єкта господарювання. Він відображає частку власників у активах і включає статутний капітал, сформований внесками засновників, резервний капітал, призначений

для покриття непередбачених витрат, додатковий капітал, що виникає внаслідок переоцінки активів чи емісійного доходу, та нерозподілений прибуток, який накопичується в процесі діяльності. Оцінка вартості власного капіталу необхідна для залучення інвестицій, оскільки інвестори прагнуть оцінити ефективність використання їхніх коштів і потенційну дохідність. Крім того, цей показник є важливим для управлінських рішень, пов'язаних із вибором інвестиційних проєктів, оптимізацією структури фінансування та розподілом прибутку. У контексті оцінки бізнесу, зокрема при злиттях, поглинаннях або продажу, вартість власного капіталу є однією з ключових складових загальної вартості суб'єкта господарювання.

Для оцінки вартості власного капіталу застосовуються різні методи, кожен з яких має свої особливості та залежить від цілей аналізу й доступної інформації. Найпоширенішими є модель оцінки капітальних активів (CAPM), модель дисконтування дивідендів (DDM) і метод кумулятивного побудування. CAPM базується на врахуванні безризикової ставки, ринкової премії за ризик і бета-коефіцієнта, який відображає систематичний ризик активів суб'єкта господарювання порівняно з ринком.

Формула CAPM дозволяє визначити очікувану дохідність інвестицій, враховуючи ринкові умови та рівень ризику, що робить її ефективним інструментом для оцінки вартості власного капіталу, аналізу портфельної ефективності та прийняття інвестиційних рішень. Модель DDM, зокрема її різновид – модель зростання Гордона, розроблена Майроном Дж. Гордоном у 1960-х роках, оцінює вартість капіталу на основі прогнозованих дивідендів і їх стабільного зростання, що є актуальним для суб'єктів господарювання з передбачуваною дивідендною політикою. Метод кумулятивного побудування передбачає додавання до безризикової ставки премій за різні види ризиків, таких як галузеві чи специфічні для суб'єкта господарювання, що робить його гнучким для оцінки в умовах обмеженої інформації. Вибір методу залежить від фінансового стану суб'єкта господарювання, ринкової ситуації та перспектив

розвитку, а для підвищення точності рекомендується комбінувати кілька методів і порівнювати їх результати.

Позичковий капітал, отриманий від кредиторів на умовах повернення, відіграє важливу роль як джерело фінансування діяльності суб'єктів господарювання, забезпечуючи ресурси для реалізації інвестиційних проєктів, покриття поточних витрат чи розширення ринкової присутності. Оцінка його вартості передбачає аналіз витрат на обслуговування боргу, які залежать від джерел фінансування, ринкових умов і супутніх фінансових зобов'язань. Для цього застосовуються кілька методів оцінки. Метод процентної ставки визначає вартість позичкового капіталу через номінальну процентну ставку за кредитами чи позиками, що є простим і доступним підходом, однак він не враховує додаткових витрат, таких як комісії чи страхові платежі. Метод повної вартості забезпечує комплекснішу оцінку, включаючи не лише процентні ставки, але й комісії, страхові платежі, адміністративні збори та інші супутні витрати, що дозволяє отримати повніше уявлення про реальну ціну залучення капіталу. Метод дисконтування грошових потоків базується на оцінці майбутніх виплат, пов'язаних із обслуговуванням боргу, що дає змогу врахувати довгострокові зобов'язання та їх вплив на фінансову структуру суб'єкта господарювання. У сучасних умовах доступність позичкового капіталу дедалі більше залежить від ESG-факторів, а саме екологічних, соціальних та управлінських критеріїв: суб'єкти господарювання, які інвестують у зелені технології чи дотримуються високих стандартів сталого розвитку, можуть отримувати пільгові кредити з нижчими процентними ставками, тоді як суб'єкта господарювання з високими екологічними чи соціальними ризиками стикаються з вищими витратами на фінансування через підвищені процентні ставки, що відображають додаткові ризики для кредиторів.

Оцінка середньозваженої вартості капіталу (WACC) є завершальним етапом, який інтегрує витрати на власний і позичковий капітал, враховуючи їх частки в загальній структурі капіталу суб'єкта господарювання. WACC розраховується за формулою, що включає пропорції власного та залученого

капіталу, їхні індивідуальні витрати та податкові ефекти, пов'язані з позичковим фінансуванням. Цей показник є критичним для оцінки інвестиційних проєктів, оскільки проєкт вважається економічно доцільним, якщо його очікувана дохідність перевищує WACC. Крім того, WACC використовується для дисконтування майбутніх грошових потоків при оцінці вартості бізнесу, а також для оптимізації структури капіталу, що дозволяє мінімізувати загальні витрати на фінансування та максимізувати ринкову цінність суб'єкта господарювання [30].

Сучасні тенденції, такі як цифрова трансформація, зростання ESG-інвестування та посилення регуляторного тиску, додають складності до оцінки вартості капіталу. Наприклад, суб'єкти господарювання, що інвестують у зелені технології, можуть мати нижчу вартість позичкового капіталу через пільгові кредити, тоді як суб'єкта господарювання з високим рівнем кіберризиків можуть стикатися з вищими преміями за ризик. Використання аналітики великих даних і штучного інтелекту дозволяє підвищити точність прогнозування грошових потоків і ризиків, що робить оцінку вартості капіталу більш адаптивною до ринкових умов.

Оцінка вартості капіталу є основою стратегічного управління суб'єктами господарювання, оскільки вона забезпечує комплексний підхід до прийняття фінансових і стратегічних рішень, спрямованих на максимізацію економічної цінності та підвищення конкурентоспроможності в умовах сучасної економіки. Цей процес дозволяє оптимізувати структуру капіталу шляхом знаходження балансу між власним і позичковим капіталом, що мінімізує загальні витрати на фінансування та підвищує фінансову стійкість. Наприклад, аналіз вартості капіталу допомагає визначити, чи є економічно доцільним залучення додаткових позик чи краще використовувати власні ресурси, такі як нерозподілений прибуток, для фінансування діяльності. Це особливо важливо в умовах економічної нестабільності, коли високий рівень заборгованості може призвести до фінансових ризиків, тоді як надмірна залежність від власного капіталу може обмежити можливості для масштабування. Оцінка вартості капіталу також

відіграє ключову роль у оцінці інвестиційних проєктів, дозволяючи порівнювати їхню очікувану дохідність із середньозваженою вартістю капіталу (WACC). Проєкт вважається економічно виправданим, якщо його дохідність перевищує WACC, що забезпечує створення додаткової вартості для суб'єкта господарювання та відповідає очікуванням інвесторів. Крім того, оцінка вартості капіталу сприяє підвищенню ринкової цінності суб'єкта господарювання шляхом забезпечення норми прибутку, яка відповідає або перевищує очікування інвесторів і кредиторів, що є критично важливим для залучення нових інвестицій і зміцнення ринкових позицій. У сучасних умовах цифрова трансформація, зростання ESG-інвестування (екологічних, соціальних і управлінських факторів) і посилення регуляторного тиску додають нові виклики до стратегічного управління. Оцінка вартості капіталу дозволяє адаптуватися до цих ринкових умов, враховуючи нові фактори ризику, такі як кіберзагрози, зміни в податковому законодавстві чи вимоги до сталого розвитку. Наприклад, суб'єкти господарювання, які інвестують у зелені технології, можуть отримати доступ до пільгового фінансування, що знижує WACC, тоді як суб'єкта господарювання з високими екологічними ризиками стикаються з вищими витратами на капітал. Аналітика великих даних і штучний інтелект також трансформують підходи до оцінки вартості капіталу, дозволяючи точніше прогнозувати грошові потоки, оцінювати ризики та розробляти гнучкі стратегії, що враховують швидкі зміни ринкового середовища. Таким чином, оцінка вартості капіталу є не лише фінансовим інструментом, але й стратегічним механізмом, який забезпечує суб'єктам господарювання можливість ефективно управляти ресурсами, оптимізувати інвестиційні рішення, підвищувати ринкову цінність і адаптуватися до сучасних економічних викликів, забезпечуючи стає зростання та конкурентну перевагу.

Отже, оцінка вартості капіталу є наріжним елементом стратегічного фінансового аналізу, який забезпечує суб'єктам господарювання можливість ефективного управління фінансовими ресурсами, оптимізації структури капіталу та прийняття обґрунтованих рішень, спрямованих на максимізацію економічної

цінності та зміцнення конкурентних позицій. Основні методи оцінки, такі як модель оцінки капітальних активів (CAPM), модель дисконтування дивідендів (DDM), метод кумулятивного побудування, метод реальних опціонів і середньозважена вартість капіталу (WACC), дозволяють комплексно врахувати різноманітні аспекти капіталу, включаючи систематичні та несистематичні ризики, ринкові умови, структуру фінансування та специфіку діяльності суб'єкта господарювання. Вибір конкретного методу залежить від фінансового стану, доступної інформації, цілей оцінки та галузевих особливостей, що вимагає гнучкого підходу до аналізу. Регулярна переоцінка вартості капіталу є критично необхідною в умовах швидких ринкових змін, зумовлених глобалізацією, цифровою трансформацією, посиленням регуляторного тиску та зростанням значення ESG-критеріїв (екологічних, соціальних і управлінських факторів). Такий підхід дозволяє суб'єктам господарювання адаптуватися до нових викликів, таких як кіберризики, зміни в податковому законодавстві чи попит на сталі технології, забезпечуючи фінансову стійкість, ефективне використання ресурсів і стає зростання. Інтеграція сучасних інструментів, таких як аналітика великих даних і штучний інтелект, у процес оцінки вартості капіталу підвищує точність прогнозів і сприяє розробці гнучких стратегій, що відповідають динамічному ринковому середовищу, забезпечуючи конкурентоспроможність і довгостроковий успіх.

Висновки до розділу 1

Здійснено теоретичне обґрунтування ключових понять, пов'язаних з капіталом суб'єктів господарювання та його вартістю. Розглянуто еволюцію трактування поняття «капітал» у різних економічних школах, підкреслено його багатогранність та визначальну роль у діяльності суб'єктів господарювання як основи фінансової стабільності та розвитку. Проаналізовано класифікацію

капіталу за формами власності, інвестування, джерелами походження та функціональним призначенням. Підкреслено роль капіталу у фінансовій стійкості, конкурентоспроможності та стратегічному управлінні, що сприяє ефективному розвитку.

Розкрито суть вартості капіталу як ключового показника стратегічного управління суб'єктами господарювання. Проаналізовано її визначення, роль в оптимізації структури капіталу, оцінці інвестиційних проєктів і підвищенні ринкової цінності. Висвітлено вплив ринкових умов, ризиків і ESG-факторів. Вартість капіталу сприяє обґрунтованим фінансовим рішенням, забезпечуючи фінансову стійкість і конкурентоспроможність у динамічному ринковому середовищі.

Проаналізовано методи оцінки вартості капіталу, ключові для стратегічного управління суб'єктами господарювання. Розглянуто етапи оцінки власного, позичкового капіталу та WACC, а також методи CAPM, DDM, кумулятивного побудування й реальних опціонів. Висвітлено їх застосування, обмеження та вплив ESG і цифровізації. Оцінка вартості капіталу сприяє оптимізації фінансової структури, оцінці інвестиційних проєктів і забезпеченню конкурентоспроможності.

РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ КАПІТАЛУ СУБ'ЄКТА ГОСПОДАРЮВАННЯ

2.1. Загальна характеристика та аналіз фінансово–економічних показників суб'єкта господарювання

АТ «Укрзалізниця» – ключовий елемент транспортної інфраструктури України, що забезпечує значну частку вантажних та пасажирських перевезень. Її фінансова стійкість критично важлива для економіки країни.

До здобуття Україною незалежності у 1991 році, вітчизняні залізниці були частиною радянської системи, підпорядковуючись єдиному Міністерству шляхів сполучення СРСР. Із проголошенням Незалежності України у серпні 1991 року, весь залізничний майновий комплекс, що знаходився на її території, перейшов у власність держави, а управління тимчасово здійснювала адміністрація Південно–Західної залізниці. 14 грудня 1991 року було створено Державну адміністрацію залізничного транспорту України, відому як «Укрзалізниця», яка отримала у підпорядкування шість державних залізниць та значний парк рухомого складу. Це був ключовий момент у становленні суверенної транспортної системи країни [24].

У середині 90–х, у травні 1995 року, було створено Філію «Центр транспортного сервісу «Ліски» для розвитку контейнерних перевезень. Початок нового тисячоліття, а саме 2002 рік, ознаменувався запуском «Столичного експреса» між Києвом та Харковом, що дало старт розвитку швидкісного руху. Значні зміни відбулися у грудні 2015 року, коли «Укрзалізниця» була реорганізована у Публічне Акціонерне Товариство, а пізніше, у 2018 році, – у Приватне Акціонерне Товариство.

Цей період супроводжувався оптимізацією роботи станцій, зокрема, обговоренням питань закриття малодіяльних станцій для підвищення

ефективності вантажних перевезень, що викликало дискусії, але було частиною прагнення до раціоналізації ресурсів. Останні роки «Укрзалізниця» активно впроваджує цифрові рішення, такі як «е.Портал УЗ–Карго» у 2023 році, що спрощує взаємодію з клієнтами, та розширює міжнародну співпрацю, укладаючи договори з іноземними операторами і створюючи дочірні підприємства, такі як UKRAINIAN RAILWAYS CARGO POLAND. Важливим напрямком є інтеграція у європейську залізничну мережу, про що свідчить будівництво європейської колії Чоп–Ужгород, що розпочалося у травні 2024 року [24].

В умовах повномасштабного вторгнення, «Укрзалізниця» продемонструвала неймовірну стійкість та адаптивність, ставши справжнім «залізним тилом» країни, забезпечуючи життєво важливі перевезення та евакуацію, що підкреслює її критичну роль для держави.

До структури «Укрзалізниці» входять шість регіональних залізниць (Донецька, Львівська, Одеська, Південна, Південно–Західна, Придніпровська) та численні суб'єкти господарювання. Залізнична мережа України простягається на 22 тис. км, значна частина електрифікована, що ставить Україну в лідери Європи. За обсягами вантажоперевезень вона входить до четвірки найбільших на Євразійському континенті.

З метою оптимізації фінансового менеджменту та зростання ефективності бізнес–процесів АТ «Укрзалізниця» ключовим є проведення глибокого аналізу фінансового стану суб'єкта господарювання. Цей аналіз охоплюватиме оцінку ефективності розподілу та використання виробничих ресурсів, рівня платоспроможності, здатності підтримувати ліквідність, запасу фінансової міцності, інтенсивності ділової активності та рівня прибутковості суб'єкта господарювання.

Аналіз основних показників діяльності АТ «Укрзалізниця» за 2022–2024 роки наведено в таблиці 2.1.

Таблиця 2.1.

Аналіз основних показників діяльності АТ «Укрзалізниця» за 2022–2024 роки

Показники	Відхилення 2023 рік / 2022 рік		Відхилення 2024 рік / 2023 рік	
	Абсолютне відхилення (+, –)	Відносне відхилення %	Абсолютне відхилення (+, –)	Відносне відхилення %
Дохід від реалізації продукції, тис. грн.	17583004	23,43	10253277	11,07
Собівартість реалізованої продукції, тис. грн.	10279033	13,95	13235998	15,77
Чистий прибуток (збиток), тис. грн.	13567736	155,5	–9025436	–186,6%
Інші доходи, тис. грн.	–6740379	–67,53	–1715806	–52,95
Інші операційні доходи, тис. грн.	–9121112	–77,41	–733369	–27,56
Адміністративні витрати, тис. грн.	5907	2,45	8 622	3,49
Витрати на збут, тис. грн.	666	4,89	–5 299	–37,06
Інші операційні витрати, тис. грн.	–7145895	–55,69	2784260	48,97
Фінансові витрати, тис. грн.	531248	14,77	694446	16,82

Джерело: складено автором на основі [32]

Дослідження динаміки економічних результатів АТ «Укрзалізниця» за аналізований період демонструє неоднозначний характер трансформацій фінансово–господарського становища суб'єкта господарювання. Показник чистого доходу від реалізації продукції засвідчив висхідну динаміку:

абсолютний приріст склав 17583004 тис. грн. (23,43%) у 2023 році та 10253277 тис. грн. (11,07%) у 2024 році. Такий тренд підтверджує позитивні зрушення у масштабах господарської активності суб'єкта господарювання та може свідчити про розширення його ринкового сегменту в умовах поступового відновлення економіки після кризових явищ.

Водночас аналіз собівартості реалізованої продукції виявляє більш стрімке зростання: на 13,95% у 2023 році та на 15,77% у 2024 році. Перевищення темпів зростання собівартості над темпами зростання виручки у 2024 році (15,77% проти 11,07%) сигналізує про погіршення співвідношення «витрати–дохід» та зниження рентабельності основної діяльності. Цей дисбаланс може бути зумовлений інфляційними процесами, підвищенням вартості матеріальних ресурсів, енергоносіїв та трудових витрат, що не було адекватно компенсовано відповідним зростанням тарифів на послуги суб'єкта господарювання.

Особливої уваги потребує аналіз динаміки чистого фінансового результату, який характеризується високою волатильністю протягом досліджуваного періоду. У 2023 році відбулося кардинальне покращення фінансового результату – перехід від збитку –8730774 тис. грн. у 2022 році до прибутку 4836962 тис. грн., що відповідає зростанню на 155,5%. Проте у 2024 році ситуація різко погіршилася – АТ «Укрзалізниця» знову стало збитковим (–4188474 тис. грн.), що відображає негативну динаміку на 186,6% порівняно з попереднім періодом.

Такі коливання свідчать про нестабільність бізнес–моделі суб'єкта господарювання та його високу чутливість до зовнішніх факторів. Зокрема, ринкова кон'юнктура, макроекономічні умови та регуляторні зміни можуть мати значний вплив на фінансові результати АТ «Укрзалізниця». Також це може вказувати на структурні проблеми в організації операційної діяльності та недостатню ефективність системи фінансового менеджменту.

Декомпозиція додаткових джерел формування фінансового результату демонструє негативні тенденції. Спостерігається суттєве скорочення інших доходів: на 67,53% у 2023 році та на 52,95% у 2024 році. Інші операційні доходи

також мають низхідну динаміку: зменшення на 77,41% у 2023 році та на 27,56% у 2024 році. Таке значне скорочення додаткових джерел доходу створює додатковий тиск на сукупний фінансовий результат суб'єкта господарювання.

Одночасно відбувається неоднорідна динаміка витрат. Так, адміністративні витрати демонструють помірне зростання: на 2,45% у 2023 році та на 3,49% у 2024 році, що може вважатися прийнятним з огляду на інфляційні процеси. Позитивним фактором є оптимізація витрат на збут у 2024 році, які зменшились на 37,06%, що свідчить про впровадження ефективніших маркетингових стратегій та оптимізацію каналів реалізації продукції. Натомість, інші операційні витрати після значного скорочення у 2023 році (–55,69%) продемонстрували стрімке зростання у 2024 році (+48,97%), що потребує детального аналізу причин такого збільшення та розробки заходів з його мінімізації. Особливе занепокоєння викликає тенденція до зростання фінансових витрат: на 14,77% у 2023 році та на 16,82% у 2024 році. Ця динаміка може свідчити про збільшення боргового навантаження суб'єкта господарювання та/або підвищення вартості залученого капіталу. В умовах загальної макроекономічної нестабільності та підвищення облікової ставки НБУ протягом аналізованого періоду це створює додаткові ризики для фінансової стійкості АТ «Укрзалізниця».

У таблиці 2.2. проведемо аналіз динаміки основних показників майнового стану та фінансових зобов'язань АТ «Укрзалізниця» за період 2022–2024 років.

У 2023 році нематеріальні активи зросли на 129498 тис. грн (50,2%) порівняно з 2022 роком, досягнувши 387 392 тис. грн. У 2024 році зростання продовжилося, але з меншою інтенсивністю: приріст склав 90088 тис. грн (23,2%), а загальна сума досягла 477480 тис. грн. Значне зростання у 2023 році може свідчити про активні інвестиції в нематеріальні активи, такі як патенти, ліцензії, програмне забезпечення чи торговельні марки. Це може бути пов'язано з модернізацією бізнес-процесів, цифровізацією або розширенням інноваційної діяльності. У 2024 році темпи зростання сповільнилися, що може вказувати на

завершення основного етапу інвестицій або зміщення фокусу на інші статті активів.

Таблиця 2.2.

Динаміка основних показників майнового стану та фінансових зобов'язань АТ «Укрзалізниця» за 2022–2024 роки

Показники	Відхилення 2023 рік/ 2022 рік		Відхилення 2024 рік/ 2023 рік	
	Абсолютне відхилення (+, –)	Відносне відхилення %	Абсолютне відхилення (+, –)	Відносне відхилення %
Нематеріальні активи, тис. грн	129498	150,2	90088	123,2
Гроші та еквіваленти, тис. грн	13477283	180,6	–1241867	91,23
Поточні, зобов'язання, тис. грн.	3998065	130	1105197	106,4
Запаси, тис. грн.	2005432	18,37	–599732	–4,64
Дебіторська заборгованість за продукцію, товари, роботи, послуги, тис. грн.	58566	4,47	–291052	–21,27

Джерело: складено автором на основі [32]

У 2023 році обсяг грошей та їх еквівалентів різко зріс на 13477283 тис. грн (180,6%), досягнувши 14267170 тис. грн. У 2024 році спостерігається зниження на 1241867 тис. грн (–8,77%), до 13020303 тис. грн. Різке зростання у 2023 році може бути результатом значних надходжень, таких як залучення кредитів, інвестицій, продаж активів або зростання операційних доходів. Це свідчить про значне покращення ліквідності суб'єкта господарювання. Зниження у 2024 році може бути пов'язане з використанням накопичених коштів для інвестицій, погашення зобов'язань або зменшення грошових надходжень через зовнішні економічні фактори.

Поточні зобов'язання у 2023 році зросли на 3998065 тис. грн, 30%, досягнувши 17324539 тис. грн. У 2024 році зростання сповільнилося, склавши 1105197 тис. грн (6,4%), а загальна сума досягла 18429726 тис. грн. Зростання зобов'язань у 2023 році може бути пов'язане з розширенням операційної діяльності, залученням короткострокових кредитів або збільшенням кредиторської заборгованості. У 2024 році темпи зростання зменшилися, що може свідчити про стабілізацію фінансової політики або зменшення потреби в запозиченнях. Проте зростання зобов'язань на фоні зниження грошових коштів у 2024 році може вказувати на потенційні ризики для ліквідності.

Запаси у 2023 році зросли на 2005432 тис. грн, 18,37%, досягнувши 12921706 тис. грн. У 2024 році спостерігається зниження на 599732 тис. грн, до 12321974 тис. грн. Зростання запасів у 2023 році може бути пов'язане з підготовкою до розширення виробництва, накопиченням сировини через зростання цін або очікування збільшення попиту. Зниження у 2024 році може вказувати на оптимізацію складських запасів, зменшення обсягів виробництва або ефективніше управління оборотними активами. Це також може бути реакцією на зниження попиту або зміну ринкових умов.

В свою чергу дебіторська заборгованість у 2023 році зросла на 58566 тис. грн, 4,47%, досягнувши 1368532 тис. грн. У 2024 році вона знизилася на 291052 тис. грн до 1077480 тис. грн. Незначне зростання у 2023 році може свідчити про стабільний рівень продажів у кредит або незначне погіршення платіжної дисципліни клієнтів. Значне зниження у 2024 році може бути результатом покращення управління дебіторською заборгованістю, наприклад, через посилення контролю за платежами, списання безнадійних боргів або скорочення продажів у кредит. Однак це також може вказувати на зменшення обсягів реалізації.

На рис. 2.1. зображено динаміку коефіцієнта зносу основних засобів АТ «Укрзалізниця» 2022–2024 роки, порашованої на основі даних про АТ «Укрзалізниця» [Ошибка! Источник ссылки не найден.].

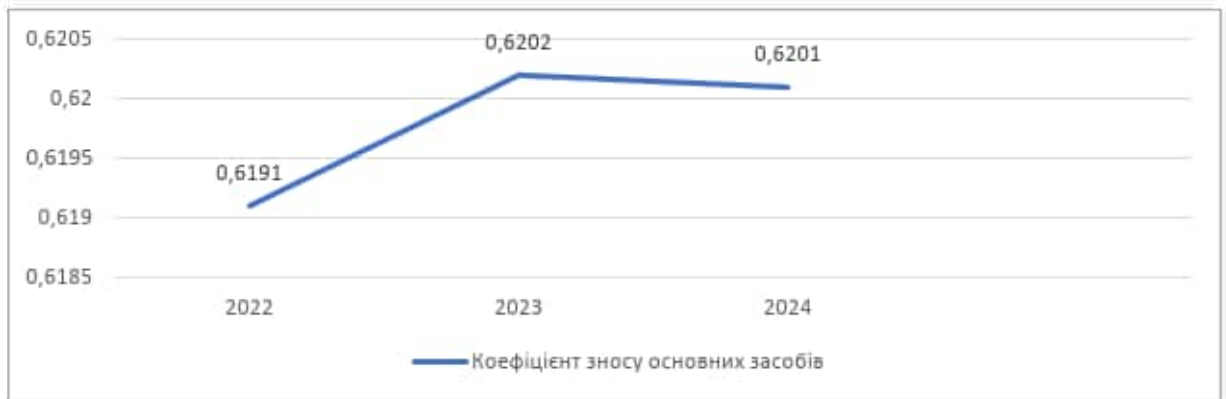


Рис. 2.1. Динаміка коефіцієнта зносу основних засобів АТ «Укрзалізниця» 2022–2024 роки.

Джерело: складено автором на основі [32]

Динаміка коефіцієнта зносу, відображена на графіку, показує незначне зростання у 2023 році, після чого відбувається невелике зниження у 2024 році. Зростання коефіцієнта у 2023 році вказує на те, що накопичення зносу відбувалося дещо швидшими темпами, ніж зростання первісної вартості основних засобів. Однак, зниження коефіцієнта у 2024 році свідчить про те, що темпи збільшення первісної вартості основних засобів перевищили темпи їх зношення. Таким чином, загальна тенденція свідчить про збільшення як обсягу основних засобів, так і суми їх зносу. Зміна коефіцієнта зносу вказує на певні коливання у співвідношенні між зношеною та новою вартістю основних засобів протягом досліджуваних років.

Коефіцієнт оборотності активів на рисунку 2.2. демонструє зростання протягом 2022–2024 років. З 0,29 у 2022 році він зріс до 0,35 у 2023 році та до 0,37 у 2024 році. Це свідчить про підвищення ефективності використання активів суб'єкта господарювання для генерування доходу. АТ «Укрзалізниця» починає отримувати більше виручки з кожного вкладеного у активи грошової одиниці.

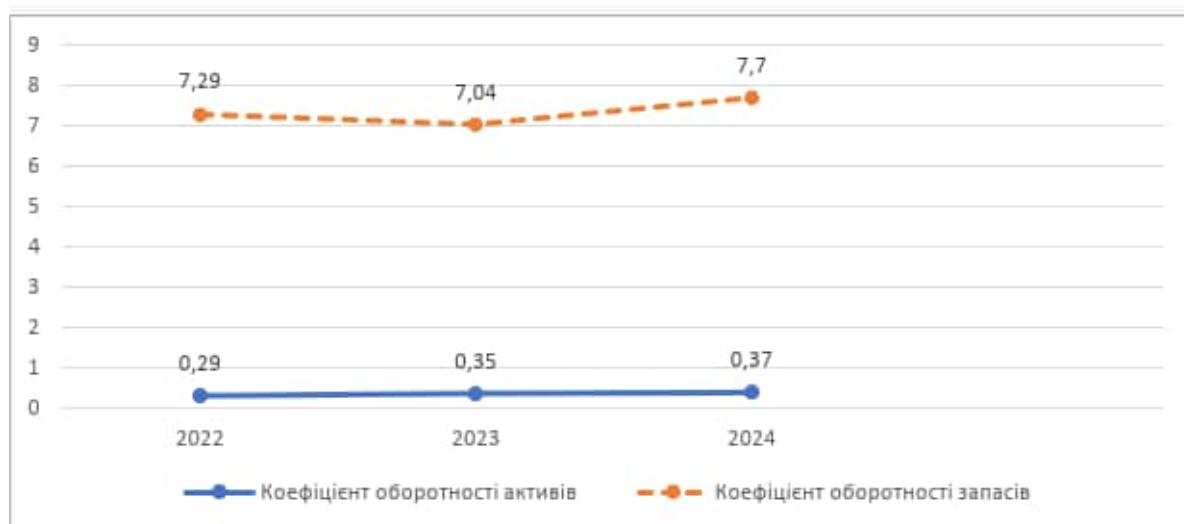


Рис.2.2. Динаміка коефіцієнтів оборотності активів та оборотності запасів АТ «Укрзалізниця» за 2022 – 2024 роки.

Джерело: складено автором на основі [32]

Коефіцієнт оборотності запасів демонструє тенденцію до зниження: з 7,29 у 2022 році до 7,04 у 2023 році та до 7,70 у 2024 році. Зниження у 2023 році, хоч і незначне, свідчить про уповільнення швидкості реалізації запасів. Зростання у 2024 році вказує на покращення управління запасами та зміну попиту на продукцію.

Аналізуючи табличні дані щодо коефіцієнта оборотності дебіторської заборгованості та графік на рисунку 2.3, який відображає його динаміку протягом 2022–2024 років, можна зробити висновок, що у 2022 році коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості становив 91,37. Високе значення цього коефіцієнта свідчило про ефективну політику управління дебіторською заборгованістю та швидке повернення коштів від покупців.

На рисунку 2.3 показано динаміку коефіцієнту оборотності дебіторської заборгованості АТ «Укрзалізниця». У 2023 році коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості АТ «Укрзалізниця» значно знизився до 69,16, що свідчить про уповільнення погашення заборгованості через зміни в кредитній політиці та погіршення платоспроможності клієнтів, тоді як у 2024 році показник зріс до 84,11, демонструючи позитивну зміну завдяки заходам із прискорення

стягнення, хоча він ще не досяг рівня 2022 року, відображаючи погіршення ефективності управління дебіторською заборгованістю у 2023 році з частковим відновленням у 2024 році.

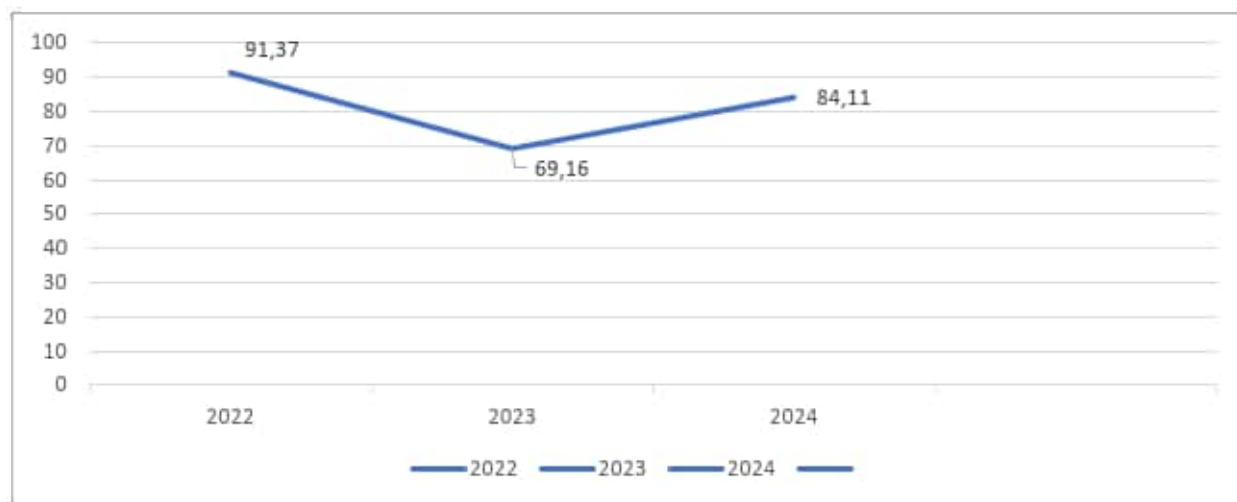


Рис. 2.3. Динаміка коефіцієнту оборотності дебіторської заборгованості АТ «Укрзалізниця» за 2022–2024 роки.

Джерело: складено автором на основі [32]

Надалі ми проаналізували показники АТ «Укрзалізниця», необхідні для розрахунків показників рентабельності та на рисунку 2.4 показали динаміку коефіцієнтів рентабельності активів та рентабельності власного капіталу АТ «Укрзалізниця» за 2022 – 2024 роки. На рисунку 2.4 видно, що протягом досліджуваного періоду спостерігається стійке зростання коефіцієнта рентабельності активів.

У 2022 році ROA становив 29,50%, у 2023 році зріс до 35,49%, а у 2024 році досяг 37,31%. Це свідчить про підвищення ефективності використання активів суб'єкта господарювання для генерування прибутку. Кожна гривня, вкладена в активи, почала приносити більший чистий прибуток.

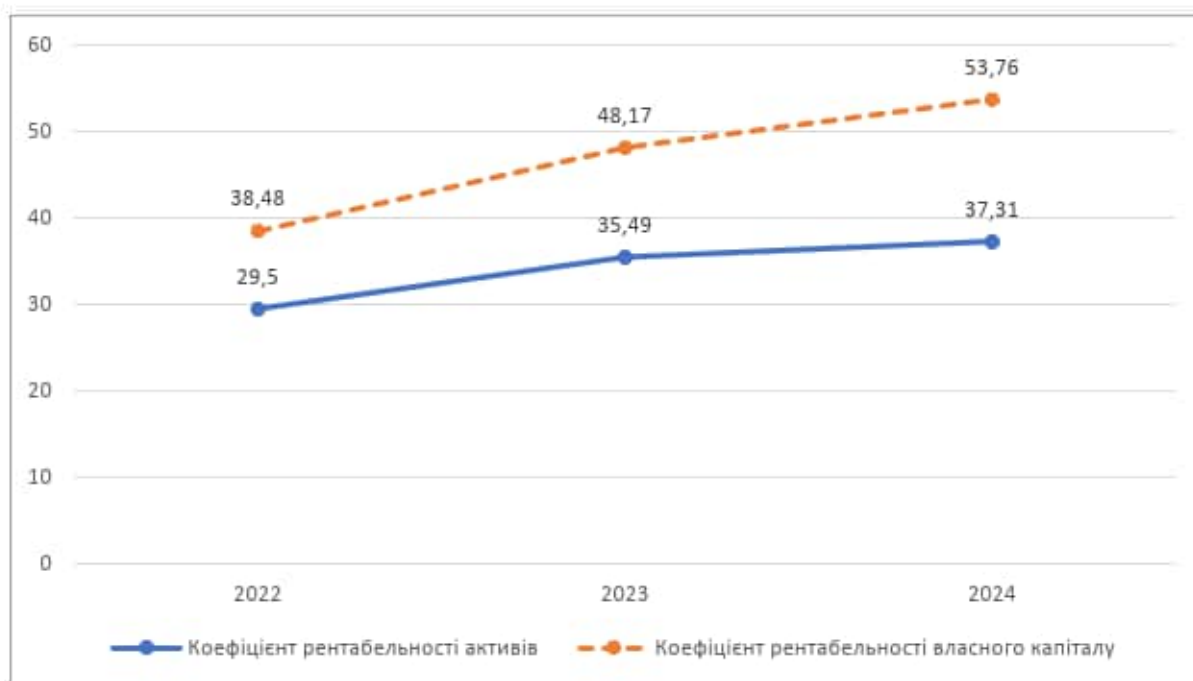


Рис. 2.4. Динаміка коефіцієнтів рентабельності активів та рентабельності власного капіталу АТ «Укрзалізниця» за 2022 – 2024 роки.

Джерело: складено автором на основі [32]

Коефіцієнт рентабельності власного капіталу також демонструє значне зростання протягом аналізованого періоду. У 2022 році ROE склав 38,48%, у 2023 році зріс до 48,17%, а у 2024 році досяг 53,76%. Це вказує на зростання прибутковості власного капіталу, тобто підвищення ефективності використання інвестицій власників для отримання чистого прибутку. Пунктирна лінія на рисунку 2.4 чітко відображає цю виражену висхідну динаміку.

Зростання як ROA, так і ROE, безумовно, є наслідком збільшення чистого доходу від реалізації продукції протягом 2023 та 2024 років. Збільшення виручки при зростанні активів та власного капіталу призводить до підвищення показників рентабельності.

Аналіз рентабельності за 2022–2024 роки демонструє позитивну динаміку, що говорить про те, що АТ «Укрзалізниця» стало більш ефективно використовувати як свої активи, так і власний капітал для генерування прибутку. Значне зростання рентабельності власного капіталу вказує на підвищення прибутковості інвестицій власників.

2.2. Виявлення основних проблем у структурі капіталу та їх вплив на управління суб'єктом господарювання

Фінансовий стан АТ «Укрзалізниця» за останні роки характеризується значною нестабільністю структури капіталу, що складається з власного капіталу, який зазнав скорочення через періодичні збитки та обмежену прибутковість, і позикового капіталу, частка якого суттєво зросла внаслідок необхідності покриття операційних і капітальних потреб. Збільшення фінансових витрат, спричинене залученням дорогих позик і високими процентними ставками, відображає посилення боргового навантаження, що стало особливо критичним в умовах воєнного стану, який вимагає значних ресурсів для відновлення зруйнованої інфраструктури та забезпечення безперебійності транспортних перевезень. Ці зміни в структурі капіталу породжують системні проблеми, які безпосередньо впливають на середньозважену вартість капіталу (WACC), підвищуючи її через зростання вартості боргового фінансування та обмежену ефективність власного капіталу.

Висока залежність від зовнішніх запозичень, зумовлена державним статусом суб'єкта господарювання, обмеженнями регуляторних тарифів і економічною нестабільністю, ускладнює управління вартістю капіталу, знижує фінансову стійкість і створює бар'єри для стратегічного розвитку. Нестабільність фінансових результатів, обтяжена воєнними ризиками та макроекономічними викликами, перешкоджає накопиченню власного капіталу як дешевшого джерела фінансування, змушуючи суб'єкта господарювання покладатися на борговий капітал із високою вартістю. Це не лише підвищує WACC, а й обмежує можливості для модернізації інфраструктури, оновлення рухомого складу та впровадження інноваційних технологій, що є критично важливим для підтримки конкурентоспроможності на ринку транспортних послуг.

Державне управління «Укрзалізницею», що характеризується жорстким регулюванням тарифів та залежністю від субсидій, робить її капітальну структуру вразливою. Воєнний стан додатково посилює ці ризики, збільшуючи премію за ризик у WACC. Ефективне управління вартістю капіталу є критично важливим для забезпечення стабільності компанії, виконання її стратегічної ролі та конкуренції. Аналіз проблем капіталу та їх впливу на WACC допоможе оптимізувати фінансування, підвищити рентабельність та зміцнити ринкові позиції.

Нижче у таблиці 2.3. систематизовано та надалі детально розглянуто ключові проблеми структури капіталу, їх вплив на управління вартістю капіталу, наслідки для стратегічного розвитку та пов'язані ризики, які створюють основу для розробки заходів оптимізації в подальшому аналізі.

Таблиця 2.3.

Систематизація проблем у структурі капіталу АТ «Укрзалізниця» та їх вплив на управління вартістю капіталу

Проблема	Вплив на WACC	Наслідки для управління	Ризики
Високе боргове навантаження	Підвищує WACC через зростання вартості боргового капіталу внаслідок високих процентних ставок і премії за ризик, зумовлених економічною нестабільністю та воєнним станом.	Значна частина доходів спрямовується на обслуговування боргів, а не на модернізацію інфраструктури, що обмежує стратегічний розвиток і знижує ринкову вартість суб'єкта господарювання.	Фінансова нестабільність, загроза дефолту, погіршення кредитного рейтингу, ускладнення доступу до нових позик, чутливість до економічних шоків.
Нестабільність фінансового результату	Збільшує WACC через обмеження накопичення власного капіталу як дешевого джерела фінансування, змушуючи покладатися на дорожчий борговий капітал.	Ускладнення довгострокового планування, робота в режимі кризового управління, послаблення ринкових позицій через брак ресурсів для розвитку.	Зниження довіри стейкхолдерів, вимивання власного капіталу, втрата стратегічної ролі в транспортній інфраструктурі.

Продовження таблиці 2.3.

Низька рентабельність власного капіталу	Підвищує WACC через низьку віддачу на власний капітал, що змушує залучати дорожчий борговий капітал для фінансування діяльності.	Обмеження реінвестування в оновлення інфраструктури та рухомого складу, зниження привабливості для держави як акціонера, послаблення стимулів для оптимізації витрат.	Втрата інвестиційних можливостей, зниження ринкової вартості, технологічне відставання, скорочення власного капіталу.
Складність оцінки вартості капіталу	Ускладнює точну оцінку WACC через неможливість застосування традиційних моделей оцінки в умовах державного статусу та воєнних ризиків.	Неефективні інвестиційні рішення, ускладнення порівняння з конкурентами, обмеження стратегічного планування вартості капіталу.	Втрата інвестиційних можливостей, фінансування збиткових проєктів, зниження ефективності капіталовкладень.
Вплив воєнного стану	Збільшує WACC через зростання премії за ризик, що підвищує вартість як власного, так і боргового капіталу.	Обмеження фінансової гнучкості, необхідність залучення дорогого боргу для відновлення інфраструктури, зниження доходів через зменшення попиту.	Неплатоспроможність, зупинка операційної діяльності, загроза безперервності перевезень, втрата фінансової автономії.
Обмеження фінансового левериджу	Підвищує WACC через обмежене використання дешевшого боргового капіталу, що знижує ефективність фінансування.	Зниження стимулів для оптимізації витрат, обмеження зростання рентабельності, послаблення конкурентоспроможності і через брак масштабних інвестицій.	Втрата можливостей для зростання ринкової вартості, ризик застою в розвитку, послаблення ринкових позицій.
Вразливість до регуляторних обмежень	Підвищує WACC через обмеження прибутковості, що змушує залучати дорожчий борговий капітал для покриття витрат.	Зниження фінансової гнучкості, ускладнення стратегічного управління вартістю капіталу, необхідність підвищення тарифів, що може відлякати клієнтів.	Втрата клієнтів, зниження конкурентоспроможності, залежність від зовнішнього фінансування, ризик стагнації.

Джерело: складено автором на основі [32]

1. Високе боргове навантаження. Зростання частки позикового капіталу з 9% у 2021 році до 53% у 2024 році, що супроводжується збільшенням поточних зобов'язань з 13 326 474 тис. грн у 2022 році до 18 429 726 тис. грн у 2024 році (таблиця 2.2), є однією з найкритичніших проблем структури капіталу.

Фінансові витрати зросли на 14,77% у 2023 році та на 16,82% у 2024 році, досягнувши 4822649 тис. грн (таблиця 2.1), що зумовлено підвищенням процентних ставок через макроекономічну нестабільність, зростання облікової ставки НБУ та необхідністю покриття збитків від воєнних дій. Високе боргове навантаження підвищує WACC, оскільки борговий капітал є дорожчим через високі відсоткові ставки та додаткову премію за ризик, пов'язану з економічною нестабільністю та воєнним станом. Значна частина доходів спрямовується на обслуговування боргів, а не на модернізацію інфраструктури чи рухомого складу, що є критично важливим для стратегічної ролі АТ «Укрзалізниця» в економіці України. Це обмежує інвестиційні можливості, знижує ринкову вартість суб'єкта господарювання та послаблює його фінансову автономію. Ризики включають фінансову нестабільність через зменшення запасу фінансової міцності, загрозу дефолту, що може погіршити кредитний рейтинг і ускладнити доступ до нових позик, а також підвищену чутливість до економічних шоків, таких як зростання інфляції чи девальвація гривні, що може ще більше збільшити витрати на борги. У довгостроковій перспективі залежність від зовнішніх запозичень, зокрема міжнародних кредитів, знижує стратегічну гнучкість і посилює вразливість до змін у глобальних фінансових ринках.

2. Нестабільність фінансового результату. Чистий фінансовий результат АТ «Укрзалізниця» демонструє високу волатильність: збитки 8730774 тис. грн у 2022 році, прибуток 4836962 тис. грн у 2023 році та повторні збитки 4188474 тис. грн у 2024 році (таблиця 2.1). Ця нестабільність не може бути пояснена виключно зовнішніми факторами, такими як воєнний стан чи макроекономічні коливання, і вказує на глибокі системні недоліки в оперативному та фінансовому управлінні. Основними причинами є неадекватне ціноутворення на послуги, яке не компенсує зростання витрат, затримки в отриманні державних компенсацій за пільгові перевезення, а також недостатній контроль над витратами та доходами. Волатильність створює «фінансову чорну діру», що поглинає ресурси, необхідні для накопичення власного капіталу, який є дешевшим джерелом фінансування порівняно з борговим. Це підвищує WACC,

оскільки суб'єкт господарювання змушений покладатися на дорожчий залучений капітал, і ускладнює довгострокове фінансове планування, змушуючи менеджмент працювати в режимі кризового управління. Наслідки включають обмеження інвестиційних можливостей, послаблення ринкових позицій через конкуренцію з приватними операторами та зниження привабливості для держави як єдиного акціонера. Ризики охоплюють зниження довіри стейкхолдерів, подальше вимивання власного капіталу, ускладнення прогнозування фінансових потоків і ризик втрати стратегічної ролі в транспортній інфраструктурі України.

3. Низька рентабельність власного капіталу. Попри значну частку власного капіталу, яка становить основу структури капіталу АТ «Укрзалізниця», його рентабельність залишається низькою: у 2021 році рентабельність активів становила $-4,58\%$, а періодичні збитки у 2022 і 2024 роках (8730774 тис. грн і 4 188474 тис. грн відповідно) свідчать про неефективне використання власних коштів для генерування прибутку (таблиця 2.5). Хоча коефіцієнт рентабельності власного капіталу зріс із $38,48\%$ у 2022 році до $53,76\%$ у 2024 році, високий коефіцієнт зносу основних засобів указує на критичний стан інфраструктури та рухомого складу, що потребує значних капітальних вкладень. Зростання нематеріальних активів на $50,2\%$ у 2023 році та $23,2\%$ у 2024 році (таблиця 2.2) відображає спроби інвестувати в інновації, але ці вкладення є недостатніми для комплексної модернізації. Низька рентабельність підвищує WACC, оскільки власний капітал не забезпечує достатньої віддачі, змушуючи залучати дорожчий борговий капітал. Це обмежує реінвестування в оновлення активів, знижує конкурентоспроможність і послаблює стимули для менеджменту оптимізувати витрати. Ризики включають втрату інвестиційних можливостей, зниження ринкової вартості, послаблення ринкових позицій через технологічне відставання та ризик подальшого скорочення власного капіталу, що ускладнює фінансування стратегічних проєктів.

4. Складність оцінки вартості капіталу. Державний статус АТ «Укрзалізниця», відсутність ринкового обігу акцій і високі економічні та політичні ризики, посилені воєнним станом, унеможливають точне

застосування традиційних моделей оцінки вартості капіталу, таких як модель оцінки капітальних активів (CAPM). Це призводить до неточної оцінки WACC, яка є ключовим показником для прийняття інвестиційних рішень. Неточність у визначенні вартості капіталу спричиняє помилки в оцінці дохідності проєктів, що може призвести до фінансування збиткових ініціатив або недооцінки потенційно вигідних інвестицій. Наслідки включають неефективне використання капіталу, ускладнення порівняння фінансової ефективності з іншими гравцями галузі та обмеження стратегічного планування, що знижує здатність оптимізувати структуру капіталу. Ризики охоплюють втрату інвестиційних можливостей, зниження ефективності капіталовкладень, ризик недооцінки вартості фінансування та послаблення конкурентоспроможності через неточні фінансові прогнози. У контексті воєнного стану, коли ризики зростають, неточна оцінка WACC може призвести до значних фінансових втрат, особливо при залученні дорогих зовнішніх позик.

5. Вплив воєнного стану. Воєнний стан суттєво ускладнює управління структурою капіталу через зростання економічних, операційних і політичних ризиків, що підвищує премію за ризик у WACC. Руйнування інфраструктури, спричинене воєнними діями, змушує АТ «Укрзалізниця» залучати дорогий борговий капітал для відновлення активів, тоді як зниження попиту на вантажні та пасажирські перевезення зменшує доходи, створюючи дефіцит ліквідних ресурсів. Залежність від державних субсидій і міжнародної фінансової підтримки, зокрема пільгових кредитів від міжнародних фінансових організацій, хоч і необхідна в поточних умовах, є стратегічно неприйнятною в довгостроковій перспективі, оскільки знижує фінансову автономію суб'єкта господарювання. Це ускладнює управління вартістю капіталу, оскільки зростання WACC через підвищені ризики збільшує витрати на фінансування. Наслідки включають обмеження інвестиційних можливостей, зниження фінансової гнучкості та послаблення конкурентоспроможності. Ризики охоплюють неплатоспроможність через зростання фінансових витрат, зупинку операційної діяльності, якщо не вдасться профінансувати відновлення, і загрозу

безперебійності перевезень, що є критично важливим для економіки України. Воєнний стан також посилює вразливість до зовнішніх економічних шоків, таких як зростання вартості енергоносіїв чи обмеження доступу до міжнародних ринків капіталу.

6. Обмеження фінансового левериджу. Висока частка власного капіталу, яка становить основу структури капіталу, у поєднанні з низькою рентабельністю обмежує можливості використання фінансового левериджу, який міг би підвищити віддачу на власний капітал за рахунок дешевшого боргового фінансування. Періодичні збитки та низька прибутковість (рентабельність активів – 4,58% у 2021 році) знижують привабливість залучення вигідних позик, оскільки суб'єкт господарювання не може гарантувати достатньої дохідності для покриття боргових зобов'язань. Це підвищує WACC, оскільки обмежене використання боргового капіталу змушує покладатися на власний капітал із низькою віддачею, що є менш ефективним. Наслідки включають зниження стимулів для менеджменту оптимізувати витрати, обмеження можливостей для зростання рентабельності та послаблення конкурентоспроможності через неспроможність фінансувати масштабні проекти модернізації. Ризики охоплюють втрату можливостей для зростання ринкової вартості, зниження ефективності використання капіталу, ризик застою в розвитку та послаблення ринкових позицій через низьку прибутковість. У контексті державного статусу, де доступ до ринків капіталу обмежений, це створює додаткові бар'єри для залучення вигідного фінансування.

7. Вразливість до регуляторних обмежень. Державне регулювання тарифів на вантажні та пасажирські перевезення суттєво обмежує здатність АТ «Укрзалізниця» компенсувати зростання витрат, що змушує суб'єкта господарювання залучати дорогий борговий капітал для покриття операційних потреб. Обмеження тарифів, установлені державними органами, не дозволяють адекватно реагувати на інфляційні процеси, зростання вартості матеріалів, пального, енергоносіїв і трудових витрат, що знижує прибутковість основної діяльності. Це підвищує WACC, оскільки залежність від боргового фінансування

зростає через брак власного капіталу, накопиченого з прибутку. Наслідки включають зниження фінансової гнучкості, ускладнення стратегічного управління вартістю капіталу та необхідність підвищення тарифів у межах дозволеного, що може призвести до втрати клієнтів у конкурентному середовищі. Ризики охоплюють зниження конкурентоспроможності через обмеження в ціновій політиці, втрату ринкової частки на користь приватних операторів або альтернативних видів транспорту, а також посилення залежності від зовнішнього фінансування в умовах економічної нестабільності. У довгостроковій перспективі це може призвести до стагнації, якщо суб'єкт господарювання не знайде альтернативних джерел доходів або не лобюватиме гнучкішу тарифну політику.

Ці проблеми у структурі капіталу створюють синергетичний ефект, значно підвищуючи WACC, знижуючи ринкову вартість АТ «Укрзалізниця» та обмежуючи його стратегічний розвиток. Вони посилюють фінансову нестабільність, створюють ризики неплатоспроможності, втрати конкурентоспроможності та технологічного відставання, а також підривають довіру стейкхолдерів, зокрема держави як єдиного акціонера. Для їх вирішення пропонується комплекс заходів, які включають реструктуризацію боргових зобов'язань для зниження фінансових витрат, залучення державних субсидій і міжнародних грантів для фінансування відновлення інфраструктури, оптимізацію управління активами для підвищення рентабельності, впровадження альтернативних методів оцінки WACC, таких як експертні оцінки, диверсифікацію джерел доходів через надання логістичних і супутніх послуг, а також модернізацію інфраструктури та рухомого складу для зниження операційних витрат і підвищення конкурентоспроможності. Ці заходи сприятимуть зниженню WACC, підвищенню фінансової стійкості та зміцненню стратегічної ролі АТ «Укрзалізниця» в економіці України, створюючи основу для кількісного аналізу їх економічного ефекту в третьому розділі.

Висновки до розділу 2

Аналіз фінансово–економічного стану АТ «Укрзалізниця» за 2022–2024 роки виявив значну нестабільність структури капіталу. Зростання боргового навантаження, зокрема поточних зобов'язань та фінансових витрат, свідчить про посилення залежності від дорогого позикового капіталу, що прямо підвищує середньозважену вартість капіталу (WACC). Хоча спостерігається позитивна динаміка доходів та рентабельності активів, вона нівелюється швидшим зростанням собівартості. Нестабільність чистого фінансового результату, включаючи збитки у 2022 та 2024 роках, перешкоджає нарощуванню власного капіталу. Воєнний стан та регуляторні обмеження додатково збільшують ризики, знижуючи фінансову гнучкість.

Ключові проблеми включають високе боргове навантаження, низьку рентабельність власного капіталу, складність оцінки WACC через державний статус та воєнні ризики, а також вразливість до регуляторних обмежень. Ці фактори обмежують можливості модернізації, послаблюють ринкові позиції та знижують фінансову автономію компанії. Попри спроби оптимізації, такі як зростання нематеріальних активів та покращення оборотності, системні проблеми потребують комплексних рішень. Для подолання цих викликів необхідні реструктуризація боргу, диверсифікація джерел доходів та модернізація, що сприятиме зниженню WACC, підвищенню фінансової стійкості та зміцненню стратегічної ролі АТ «Укрзалізниця» в економіці країни.

РОЗДІЛ 3. СТРАТЕГІЧНІ НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ КАПІТАЛУ СУБ'ЄКТА ГОСПОДАРЮВАННЯ

3.1 Вибір оптимального стратегічного напрямку для управління вартістю капіталу суб'єкта господарювання

Дослідження, проведені в другому розділі, виявили системні недоліки в структурі капіталу АТ «Укрзалізниця», які підвищують середньозважену вартість капіталу (WACC) і створюють бар'єри для стратегічного розвитку.

Аналіз фінансово-економічних показників засвідчив зростання боргового навантаження, збільшення фінансових витрат і нестабільність фінансових результатів, що відображає вразливість суб'єкта господарювання до зовнішніх економічних і геополітичних викликів.

Виявлені проблеми, зокрема високе боргове навантаження, низька рентабельність власного капіталу, вплив воєнного стану, обмеження фінансового левериджу та регуляторні обмеження, ускладнюють управління вартістю капіталу і послаблюють конкурентоспроможність суб'єкта господарювання.

На основі цього аналізу для вдосконалення управління вартістю капіталу обрано чотири стратегічні напрями: реструктуризація боргових зобов'язань із залученням державних субсидій, диверсифікація джерел доходів через розвиток логістичних послуг, модернізація інфраструктури та рухомого складу, а також стратегічне використання фінансового левериджу. Ці напрями враховують державний статус суб'єкта господарювання, вплив воєнного стану та необхідність зниження WACC, забезпечуючи комплексний підхід до вирішення проблем і створюючи передумови для оцінки економічного ефекту в наступному підпункті.

Управління вартістю капіталу АТ «Укрзалізниця» потребує стратегічного підходу, який би поєднував зниження фінансового тиску з підвищенням ефективності використання ресурсів.

Першим напрямом є реструктуризація боргових зобов'язань із залученням державних субсидій і міжнародних грантів. Цей підхід передбачає переговори з кредиторами для зменшення процентних ставок або продовження термінів погашення, що полегшує борговий тягар, а також залучення безвідсоткового фінансування від міжнародних організацій, таких як Європейський банк реконструкції та розвитку чи Світовий банк. Ці кошти можуть бути спрямовані не лише на відновлення інфраструктури, пошкодженої воєнними діями, а й на впровадження нових технологій, підвищення енергоефективності та розвиток логістичних можливостей, що в кінцевому підсумку сприятиме підвищенню конкурентоспроможності компанії на ринку перевезень.

Завдяки цьому зменшується залежність від дорогих позик, що сприяє зниженню WACC і дозволяє спрямувати ресурси на стратегічні ініціативи. Державний статус суб'єкта господарювання підвищує ймовірність отримання субсидій і гарантій, що робить цей напрям особливо доцільним у короткостроковій перспективі, коли воєнний стан обмежує попит на перевезення.

Водночас реалізація залежить від політичної волі та може бути ускладнена тривалими переговорними процесами з міжнародними донорами та внутрішніми погодженнями, а умови грантів іноді обмежують фінансову автономію суб'єкта господарювання, накладаючи певні вимоги щодо цільового використання коштів та звітності.

Для максимізації ефекту від реструктуризації важливо також забезпечити прозоре та ефективне використання отриманих коштів, що, у свою чергу, підвищить довіру з боку міжнародних партнерів та сприятиме подальшому залученню інвестицій.

Другий напрям передбачає диверсифікацію джерел доходів через розвиток логістичних і супутніх послуг. Це включає такі аспекти, як оренда складських

приміщень, що знаходяться у власності компанії, надання послуг транспортного консалтингу для оптимізації логістичних ланцюгів клієнтів, а також комерціалізація непрофільних активів, що не використовуються безпосередньо в основній діяльності, наприклад, земельних ділянок або надлишкового обладнання. Це дозволяє зменшити залежність від регульованих тарифів на перевезення, які обмежують прибутковість через державне регулювання, і створює нові джерела надходжень, що підвищують фінансову стійкість.

Зростання доходів сприяє накопиченню власного капіталу, який є значно дешевшим джерелом фінансування у порівнянні із запозиченнями. Це, своєю чергою, призводить до зниження WACC, що робить компанію більш привабливою для потенційних інвесторів і зміцнює її конкурентоспроможність на ринку. Розвиток логістичних послуг відповідає сучасним ринковим трендам, адже попит на комплексні логістичні рішення зростає, і може залучити нових клієнтів, які шукають не лише перевезення, а й супутні послуги.

Проте, реалізація цього напрямку потребує значних початкових інвестицій у маркетинг для просування нових послуг та в інфраструктуру, таку як модернізація складів або створення логістичних центрів. Це може бути складно реалізувати в умовах обмежених ресурсів і зниженого попиту на перевезення через воєнний стан. Також існує конкуренція з боку інших логістичних операторів, що створює певні ризики.

Однак, незважаючи на ці виклики, у середньостроковій перспективі цей напрям має потенціал забезпечити стабільне зростання прибутковості та зміцнити позиції Укрзалізниці як ключового гравця на ринку транспортно-логістичних послуг.

Третій напрям, модернізація інфраструктури та рухомого складу, спрямований на підвищення рентабельності власного капіталу. Цей напрямок є критично важливим для довгострокової стійкості та розвитку АТ «Укрзалізниця». Впровадження енергоефективних технологій, таких як закупівля сучасних локомотивів і автоматизація систем управління перевезеннями знижують операційні витрати. Закупівля сучасних локомотивів і

вагонів не лише підвищує швидкість та ефективність перевезень, але й покращує комфорт для пасажирів та збереження вантажів. Автоматизація систем управління перевезеннями, включаючи впровадження інтелектуальних систем диспетчеризації та оптимізації маршрутів, мінімізує людський фактор, підвищує безпеку та зменшує час простою.

Оновлена інфраструктура є більш стійкою до воєнних ризиків і забезпечує безперебійність перевезень, що має критичне значення для економіки України в умовах військового часу та повоєнного відновлення. Цей підхід зменшує залежність від дорогого боргового фінансування, оскільки покращена ефективність дозволяє генерувати більше внутрішніх коштів для інвестицій, сприяючи зниженню WACC (середньозваженої вартості капіталу). Також він зміцнює ринкові позиції суб'єкта господарювання в умовах зростаючої конкуренції з приватними операторами, які активно інвестують у свій розвиток.

Проте, варто зазначити, що модернізація вимагає значних капітальних вкладень, які складно профінансувати за наявного боргового навантаження, а реалізація масштабних проєктів може бути ускладнена логістичними обмеженнями, зокрема затримками в постачанні обладнання. Її напрям є стратегічно важливим для довгострокового розвитку АТ «Укрзалізниця» та її майбутнього, але його успішна реалізація значною мірою залежить від попереднього полегшення фінансового тиску, досягнутого завдяки реструктуризації боргів та диверсифікації джерел доходів.

Четвертий напрям, стратегічне використання фінансового левериджу, передбачає залучення боргового капіталу з низькими процентними ставками, наприклад, через пільгові кредити від міжнародних фінансових організацій або державних програм підтримки. Ці кошти мають бути спрямовані на фінансування високоприбуткових проєктів, таких як масштабна модернізація інфраструктури, оновлення рухомого складу, або розширення спектру логістичних послуг.

Ефективне використання дешевшого боргу підвищує віддачу на власний капітал, оскільки прибуток, отриманий від інвестованих коштів, перевищує

витрати на їх обслуговування. Це сприяє зниженню WACC і оптимізації структури капіталу суб'єкта господарювання, роблячи його більш фінансово стійкою. Державний статус АТ «Укрзалізниця» значно полегшує доступ до таких пільгових кредитів, оскільки міжнародні фінансові інституції та уряди країн-партнерів часто готові надавати підтримку стратегічно важливим державним підприємствам, особливо в умовах відновлення країни. Це робить даний напрям цілком реалістичним.

Однак, навіть пільгові позики збільшують боргове навантаження, що є ризикованим в умовах наявної значної заборгованості АТ «Укрзалізниця». Успіх цього напрямку безпосередньо залежить від точного вибору проєктів, які дійсно зможуть генерувати високі доходи та забезпечити швидку окупність інвестицій. Це ускладнено неточною оцінкою вартості капіталу та майбутніх грошових потоків через високі військові ризики та нестабільність економічного середовища.

Крім того, умови кредиторів можуть обмежувати фінансову автономію суб'єкта господарювання, наприклад, через вимоги щодо цільового використання коштів, фінансової звітності або дотримання певних стандартів управління. Цей напрям є перспективним у середньостроковій перспективі, але потребує попереднього зниження існуючого боргового тиску для зменшення ризиків та забезпечення стабільності компанії.

Нижче, у таблиці 3.1., представлено систематизований аналіз стратегічних напрямів для ефективного управління вартістю капіталу АТ «Укрзалізниця». Для кожного стратегічного напрямку детально висвітлено його сильні сторони, підкреслюючи потенційні переваги, які він може принести АТ «Укрзалізниця» в контексті зниження витрат на залучення капіталу та підвищення її фінансової стійкості. Водночас, об'єктивно розглянуто й слабкі сторони, включаючи можливі ризики, виклики впровадження чи обмеження, що можуть виникнути в умовах державного регулювання або поточної економічної ситуації в країні.

Таблиця 3.1.

Порівняння стратегічних напрямів для управління вартістю капіталу АТ

«Укрзалізниця»

Напрямок	Переваги	Недоліки	Обґрунтування для АТ «Укрзалізниця»
Реструктуризація боргових зобов'язань із залученням субсидій	Зниження фінансових витрат, зменшення премії за ризик у WACC, висока ймовірність реалізації через державний статус, підвищення фінансової стійкості.	Залежність від політичної волі та переговорів, тривалий процес узгодження грантів, обмеження фінансової автономії через умови кредиторів.	Оптимальний у короткостроковій перспективі, оскільки вирішує боргове навантаження та пом'якшує вплив воєнного стану, створюючи умови для подальшої модернізації.
Диверсифікація джерел доходів через логістичні послуги	Підвищення прибутковості, зниження залежності від тарифів, зростання власного капіталу, зміцнення конкурентоспроможності.	Високі початкові інвестиції, ризики низького попиту через воєнний стан, конкуренція з іншими операторами.	Перспективний у середньостроковій перспективі, але потребує попереднього полегшення фінансового тиску.
Модернізація інфраструктури та рухомого складу	Зростання рентабельності, зниження операційних витрат, підвищення конкурентоспроможності, стійкість до воєнних ризиків.	Значні капітальні вкладення, тривалий час реалізації, ризики недостатнього фінансування.	Стратегічно важливий, але залежить від попереднього зниження боргу чи залучення субсидій.
Стратегічне використання фінансового левериджу	Зниження WACC через дешевший борг, підвищення рентабельності, доступ до пільгових кредитів завдяки державному статусу.	Зростання боргового навантаження, ризики невдалих проєктів, залежність від точної оцінки WACC.	Перспективний, але ризикований без попередньої реструктуризації боргу.

Джерело: створено автором на основі [32]

Порівняння цих стратегічних напрямів показує, що кожен із них має значний потенціал для вдосконалення управління вартістю капіталу АТ «Укрзалізниця», але їхня ефективність значною мірою залежить від строків реалізації та фінансових можливостей.

Реструктуризація боргових зобов'язань із залученням субсидій та міжнародних грантів є найбільш доцільною в короткостроковій перспективі. Вона дозволяє швидко знизити фінансові витрати компанії, полегшує вплив воєнного стану на її операційну діяльність та створює необхідні умови для реалізації інших стратегічних ініціатив. Державний статус та стратегічна роль АТ «Укрзалізниця» для економіки України суттєво підвищують ймовірність отримання такої підтримки, що робить цей напрям найбільш реалістичним і пріоритетним на даному етапі.

Диверсифікація доходів через розвиток логістичних і супутніх послуг є перспективною для середньострокового періоду. Вона пропонує шлях до більшої фінансової незалежності від регульованих тарифів. Однак, цей напрям потребує значних початкових інвестицій у маркетинг та інфраструктуру, які можуть бути обмежені поточними умовами воєнного стану та зниженого попиту. Модернізація інфраструктури є необхідною довгострокового розвитку, підвищення ефективності та конкурентоспроможності суб'єкта господарювання. Проте, реалізація таких масштабних проєктів залежить від значних капітальних вкладень, які складно профінансувати за наявного боргового навантаження.

Використання фінансового левериджу може оптимізувати структуру капіталу, але ризики зростання боргу роблять його менш пріоритетним. З урахуванням поточного фінансового стану суб'єкта господарювання, специфіки державного управління та воєнного стану, реструктуризація боргових зобов'язань із залученням субсидій є оптимальним стратегічним напрямом, який забезпечує зниження WACC, підвищення фінансової стійкості та зміцнення стратегічної ролі АТ «Укрзалізниця» в економіці України. Для його реалізації необхідно розробити план переговорів із кредиторами та залучити підтримку державних і міжнародних партнерів, а економічний ефект буде оцінено в наступному підпункті.

3.2. Обґрунтування витрат та оцінка фінансової ефективності реструктуризації боргових зобов'язань

Стратегічне управління вартістю капіталу АТ «Укрзалізниця» має на меті оптимізацію середньозваженої вартості капіталу (WACC) для підвищення фінансової стійкості та забезпечення довгострокової конкурентоспроможності в умовах економічної нестабільності, спричиненої воєнним станом і глобальними макроекономічними викликами. Проведений у другому розділі комплексний аналіз фінансово-економічного стану компанії виявив низку критичних проблем, зокрема значне зростання боргового навантаження, стрімке збільшення фінансових витрат, а також нестабільність ключових фінансових показників, що суттєво ускладнює ефективне управління структурою капіталу. Ці фактори негативно впливають на здатність компанії підтримувати операційну ефективність, знижують її інвестиційну привабливість і обмежують можливості для реалізації стратегічних проєктів, спрямованих на модернізацію та розвиток. На основі отриманих даних у пункті 3.1 було обґрунтовано вибір реструктуризації боргових зобов'язань із залученням державних і міжнародних субсидій як пріоритетного стратегічного напрямку. Цей підхід дозволяє не лише послабити фінансовий тиск, викликаний високим борговим навантаженням, а й знизити WACC шляхом зменшення вартості боргового капіталу, що створює сприятливі умови для фінансування інших стратегічних ініціатив, таких як відновлення інфраструктури, пошкодженої внаслідок воєнних дій, та впровадження інноваційних технологій у транспортний сектор.

Реструктуризація боргових зобов'язань передбачає комплекс заходів, включаючи активні переговори з кредиторами для зниження процентних ставок і пролонгації строків погашення заборгованості, а також залучення безвідсоткових грантів і субсидій від міжнародних фінансових інституцій, таких як Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР), Світовий банк або програми Європейського Союзу. Ці джерела фінансування спрямовуються на

відновлення критичної інфраструктури, що є ключовим для забезпечення безперебійної діяльності компанії та підтримки її стратегічної ролі в економіці України. Для оцінки фінансової ефективності запропонованого напрямку було проведено детальний кількісний аналіз витрат і економічних вигод у межах трирічного проєктного циклу. Ставка дисконтування, визначена на рівні 16%, відображає ринкову вартість капіталу з урахуванням підвищених ризиків, пов'язаних із воєнним станом, макроекономічною волатильністю та невизначеністю щодо відновлення економічної активності. Аналітичний підхід охоплює обґрунтування структури витрат, необхідних для реалізації проєкту, оцінку очікуваних економічних ефектів, а також розрахунки ключових фінансових показників, таких як чиста теперішня вартість (NPV), внутрішня норма дохідності (IRR), простий і дисконтований терміни окупності.

Для забезпечення всебічного врахування потенційних ризиків і невизначеностей аналіз виконано за трьома сценаріями – базовим, оптимістичним і песимістичним, що дозволяє оцінити стійкість проєкту до зовнішніх і внутрішніх факторів, таких як затримки в переговорах, обмеження доступу до грантів або погіршення економічної ситуації.

Наукова обґрунтованість аналізу базується на використанні сучасних методів фінансового менеджменту, зокрема дисконтованого грошового потоку (DCF), які є стандартом для оцінки інвестиційних проєктів у складних економічних умовах. Сценарний підхід додатково посилює достовірність результатів, враховуючи мінливість зовнішнього середовища, що є особливо важливим для компанії державного сектору, яка функціонує в умовах підвищених ризиків. Реструктуризація боргових зобов'язань із залученням субсидій не лише сприяє зниженню фінансового навантаження, але й створює синергетичний ефект, підвищуючи ліквідність компанії, покращуючи її кредитний рейтинг і відкриваючи доступ до нових джерел фінансування. Таким чином, цей стратегічний напрям відповідає принципам сталого розвитку та забезпечує баланс між короткостроковими фінансовими цілями та

довгостроковими завданнями модернізації транспортної інфраструктури України.

Реалізація реструктуризації вимагає значних фінансових вкладень, які охоплюють широкий спектр операційних витрат, необхідних для успішного завершення проєкту. Зокрема, значна частина цих витрат спрямовується на організацію та проведення переговорів з кредиторами, що є критично важливим етапом для досягнення взаємовигідних умов. Кожен раунд переговорів потребує ретельної підготовки, залучення висококваліфікованих експертів та логістичного забезпечення. Крім того, не менш важливим є юридичний супровід всіх етапів процесу реструктуризації. Це включає розробку, аналіз та узгодження численних юридичних документів, забезпечення дотримання всіх нормативно-правових вимог та представництво інтересів компанії у випадку виникнення спорів.

Додаткові витрати пов'язані з підготовкою документації для отримання грантів, що може значно покращити фінансовий стан компанії та зменшити боргове навантаження. Цей процес вимагає глибокого аналізу потреб суб'єкта господарювання, розробки обґрунтованих проєктних пропозицій та їх відповідності вимогам грантодавців. Важливою складовою є також аудит боргового портфеля, який дозволяє отримати повну та об'єктивну картину поточного фінансового стану, виявити потенційні ризики та можливості для оптимізації боргових зобов'язань.

Окрім цього, значні ресурси залучаються для координації дій з державними та міжнародними партнерами. Враховуючи державний статус суб'єкта господарювання, це відкриває додаткові можливості для доступу до субсидій, державної підтримки та міжнародних програм фінансування. Ефективна взаємодія з цими партнерами забезпечує не лише фінансову допомогу, але й стратегічну підтримку, що є вирішальним для довгострокової стабільності. Усі ці витрати є необхідними інвестиціями в забезпечення успішного виконання проєкту реструктуризації, оскільки вони мінімізують ризики, оптимізують процеси та сприяють досягненню поставлених цілей.

Детальна структура та обсяг цих витрат представлені в таблиці 3.2, що надає повний огляд ключових статей витрат.

Ці витрати є виправданими, враховуючи фінансовий потенціал компанії та її стратегічну роль в економіці України.

Таблиця 3.2.

Витрати на реструктуризацію боргових зобов'язань АТ «Укрзалізниця»

Категорія	Стаття витрат	Сума, тис. грн
Організаційні	Проведення переговорів із кредиторами (консультації, відрядження)	10000
Юридичні	Юридичний супровід і підготовка договорів	8000
Адміністративні	Підготовка документації для отримання грантів	5000
Аналітичні	Аудит боргового портфеля	5000
Продовження таблиці 3.2.		
Координаційні	Координація з Міністерством інфраструктури та партнерами	2000
Загалом		30000

Джерело: розраховано автором на основі [32]

Економічні ефекти реструктуризації базуються на зниженні фінансових витрат через зменшення процентних ставок і економії від заміщення позик безвідсотковими грантами. Ефекти оцінено консервативно, щоб врахувати вплив воєнного стану, зокрема зниження попиту на перевезення та макроекономічну нестабільність. Реструктуризація стосується частини боргового портфеля з фінансовими витратами 50000 тис. грн/рік. У базовому сценарії процентна ставка знижується на 2%, а гранти заміщують частину позик, що забезпечує загальний економічний ефект 22500 тис. грн/рік, з яких 12500 тис. грн – від зниження фінансових витрат (0,25% від боргу), 10000 тис. грн – від грантів (0,2%). Оптимістичний сценарій передбачає зниження ставки на 3% і більший обсяг грантів, що дає ефект 32500 тис. грн/рік (17500 тис. грн від витрат, 15000 тис. грн від грантів). Песимістичний сценарій враховує зниження ставки на 1% і менший

обсяг грантів, забезпечуючи ефект 15000 тис. грн/рік (10000 тис. грн від витрат, 5000 тис. грн від грантів). Економічні ефекти за сценаріями наведено в таблиці 3.3.

Таблиця 3.3.

Економічні ефекти реструктуризації боргових зобов'язань АТ «Укрзалізниця»

Сценарій	Зниження фінансових витрат, тис. грн/рік	Економія від грантів, тис. грн/рік	Загальний ефект, тис. грн/рік
Оптимістичний	17500 (0,35%)	15000 (0,3%)	32500
Базовий	12500 (0,25%)	10000 (0,2%)	22500
Песимістичний	10000 (0,2%)	5000 (0,1%)	15000

Джерело: розраховано автором на основі [32]

Очікувані економічні ефекти є стриманими, але реалістичними, з огляду на конкурентні переваги компанії, зокрема її державний статус і ключову роль в економіці України (SWOT-аналіз, п. 2.2), а також перспективи отримання міжнародного фінансування. Базовий сценарій вважається найбільш ймовірним, оскільки враховує стандартні труднощі переговорного процесу та обмеження, спричинені воєнним станом.

Для оцінки фінансової ефективності виконано аналіз трирічного проєкту зі ставкою дисконтування 16%. Одноразові витрати на впровадження становлять 30000 тис. грн, додаткові регулярні витрати не передбачені, адже реструктуризація є разовим заходом. Чистий грошовий потік відповідає розміру економічного ефекту.

Таблиця 3.4.

Фінансова оцінка реструктуризації боргових зобов'язань АТ «Укрзалізниця»

Сценарій	NPV, тис. грн	IRR, %	Простий термін окупності, місяці	Дисконтований термін окупності, місяці
Оптимістичний	47896	80	11,1	12,8
Базовий	29672	60	16	18,1
Песимістичний	14447	40	24	30,2

Джерело: розраховано автором [32]

Фінансова оцінка підтверджує економічну доцільність реструктуризації. Позитивні значення NPV (14447–47896 тис. грн) і IRR (40–80%), що перевищують ставку дисконтування 16%, свідчать про прибутковість проєкту. Терміни окупності (11,1 – 30,2 місяці) є прийнятними, враховуючи масштаби компанії та воєнні ризики. Базовий сценарій є найбільш імовірним, враховуючи поточний фінансовий стан (боргове навантаження 18429726 тис. грн, фінансові витрати 4822649 тис. грн). Оптимістичний сценарій можливий за активної підтримки міжнародних партнерів, таких як Європейський банк реконструкції та розвитку, а песимістичний враховує ризики затримок у переговорах і обмежений обсяг грантів. Для забезпечення ефективності рекомендується поетапне впровадження, розпочавши з реструктуризації частини боргу, посилена координація з Міністерством інфраструктури, моніторинг зниження фінансових витрат і резервний бюджет на непередбачені витрати (10% від витрат, тобто 3000 тис. грн). Реструктуризація знижує WACC, підвищує фінансову стійкість і сприяє сталому розвитку АТ «Укрзалізниця» в умовах воєнного стану, зміцнюючи її стратегічні позиції в економіці України.

Реалізація проєкту реструктуризації боргових зобов'язань пов'язана з низкою ризиків, які можуть вплинути на терміни, витрати та досягнення економічних ефектів. Першим значним ризиком є невдача в переговорах із кредиторами, що може обмежити зниження процентних ставок або пролонгацію строків погашення. Жорстка позиція кредиторів, спричинена високими ризиками воєнного стану, може зменшити економічний ефект, особливо в песимістичному сценарії. Для мінімізації цього ризику необхідно залучити професійних фінансових консультантів і юристів із досвідом міжнародних переговорів, а також скористатися державним статусом компанії для тиску на кредиторів через підтримку Міністерства інфраструктури. Проведення попереднього аудиту боргового портфеля, передбаченого в витратах, дозволить розробити аргументовану стратегію переговорів, підвищивши ймовірність досягнення вигідних умов.

Ця проблема часто виникає через бюрократичні процедури або політичну нестабільність як в країні–отримувачі, так і на міжнародному рівні. Міжнародні фінансові інституції, такі як Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР), мають чіткі, але часом складні вимоги до проєктів, що фінансуються. Це може включати додаткові перевірки, розширені аудити та численні етапи узгоджень, що об'єктивно сповільнює процес залучення необхідного фінансування.

Для ефективного мінімізації цього ризику необхідно вжити комплексні заходи. Перш за все, критично важливим є створення спеціалізованої робочої групи. Ця група повинна бути відповідальною за координацію всіх процесів з донорами, від первинного контакту до остаточного підписання грантових угод. Її завдання включатимуть ретельну підготовку всієї необхідної документації, забезпечення її повної прозорості та відповідності міжнародним стандартам. Крім того, надзвичайно важливою є активна підтримка уряду України. Урядова підтримка може значно прискорити внутрішні процедури узгодження та надати додатковий імпульс у переговорах з міжнародними партнерами, підтверджуючи їхню довіру до проєкту та країни загалом.

Стратегічним кроком для зменшення ризиків є пілотне залучення грантів для невеликої частини інфраструктурних проєктів. Такий підхід дозволить протестувати та відшліфувати всі процедури отримання фінансування на меншому масштабі та оптимізувати процеси. Успішний досвід пілотного проєкту створить надійну основу для прискореного залучення основного фінансування, підвищивши довіру донора та забезпечивши більш плавний перебіг подальших етапів.

Третім ризиком є економічна нестабільність і зниження попиту на перевезення, що може нівелювати економію від реструктуризації. Зростання цін на енергоносії або зменшення вантажообігу через воєнні дії обмежують фінансові ресурси компанії. Для мінімізації цього ризику слід розробити сценарні плани, які враховують різні рівні попиту, і передбачити резервний бюджет (10% від витрат, 3000 тис. грн) для покриття непередбачених витрат.

Диверсифікація джерел доходів, наприклад, через розвиток пасажирських перевезень, також зменшить залежність від вантажних операцій.

Четвертим значним ризиком є внутрішні організаційні бар'єри, які можуть суттєво уповільнити або навіть заблокувати процес реструктуризації. Ці перешкоди часто виникають через недостатню координацію між підрозділами компанії або, що не менш важливо, через опір змінам з боку менеджменту. Реструктуризація – це складний процес, що вимагає бездоганної та чіткої взаємодії між фінансовими, юридичними та операційними департаментами. Однак у великих компаніях ця взаємодія може бути значно ускладнена через існуючу бюрократію, що призводить до затримок, непорозумінь та дублювання функцій. Для успішного подолання цього ризику необхідно впровадити низку стратегічних заходів. Перш за все, слід створити централізовану систему управління проєктом. Ця система має забезпечити єдину точку координації та контролю, дозволяючи відстежувати прогрес, виявляти вузькі місця та оперативно реагувати на виклики. Ключовим елементом такої системи є визначення чітких ключових показників ефективності (KPI) для кожного етапу та підрозділу, а також налагодження регулярних звітів, що дозволить керівництву мати актуальну інформацію про стан справ.

Крім суто організаційних змін, надзвичайно важливим є людський фактор. Опір змінам часто є результатом страху перед невідомістю або втратою впливу. Тому необхідно провести цільові тренінги для ключового персоналу. Ці навчальні програми мають бути спрямовані не лише на передачу знань про нові процеси та системи, а й на підвищення їхньої готовності до змін, формування позитивного ставлення до реструктуризації та розуміння її довгострокових переваг для компанії та кожного співробітника. Залучення персоналу до процесу прийняття рішень та їх інформування про хід реформ також може значно зменшити опір.

П'ятим ризиком є юридичні та регуляторні ускладнення, пов'язані з переглядом боргових угод або отриманням субсидій. Зміни в законодавстві або вимоги до прозорості можуть затримати реалізацію. Для мінімізації цього ризику

слід залучити юридичних експертів із досвідом у міжнародному фінансовому праві та забезпечити відповідність документації стандартам донорів. Постійний моніторинг регуляторних змін і консультації з Міністерством інфраструктури допоможуть уникнути правових перешкод.

Ці стратегії мінімізації ризиків забезпечують комплексний підхід до реалізації проєкту, знижуючи ймовірність невдач і підвищуючи шанси на досягнення економічних ефектів. Рекомендується поетапне впровадження, моніторинг витрат і резервний бюджет. Реструктуризація знижує WACC, зміцнює стійкість і сприяє сталому розвитку АТ «Укрзалізниця».

Висновки до розділу 3

У третьому розділі дипломної роботи було обґрунтовано стратегічні напрями вдосконалення управління вартістю капіталу АТ «Укрзалізниця» на основі виявлених у другому розділі системних проблем. Чотирма ключовими напрямками визначено реструктуризацію боргових зобов'язань із залученням державних субсидій, диверсифікацію джерел доходів, модернізацію інфраструктури та стратегічне використання фінансового левериджу. Кожен із цих напрямів має свої переваги та недоліки, а їхня ефективність залежить від послідовності та фінансових можливостей компанії. Пріоритетним визначено реструктуризацію боргових зобов'язань із залученням державних субсидій.

Оцінка фінансової ефективності підтвердила доцільність реструктуризації: позитивні показники NPV та IRR свідчать про її прибутковість. Цей крок дозволить знизити WACC та підвищити фінансову стійкість компанії. Успішна реалізація цього напрямку є ключовою для подальшої модернізації та сталого розвитку «Укрзалізниці» в умовах воєнного стану.

ВИСНОВКИ

У бакалаврській роботі комплексно досліджено теоретичні засади та практичні аспекти стратегічного управління вартістю капіталу суб'єкта господарювання на прикладі АТ «Укрзалізниця».

У першому розділі було розглянуто теоретичні основи стратегічного управління вартістю капіталу суб'єкта господарювання, що є ключовим для забезпечення його фінансової стабільності, конкурентоспроможності та довгострокового розвитку в умовах сучасної глобалізації та динамічних змін ринкового середовища.

Визначено, що капітал є багатогранним економічним ресурсом, що охоплює матеріальні, нематеріальні та фінансові активи, які залучаються для створення доданої вартості та отримання доходу. Було проаналізовано різні погляди на сутність капіталу від античних мислителів до сучасних економістів, підкреслюючи його складність та неоднозначність. Класифікація капіталу за формами власності (власний та позиковий), формами інвестування (грошовий, реальний, нематеріальний), джерелами походження (первинний, накопичений) та функціональним призначенням (основний, оборотний) дозволила глибше зрозуміти його структуру та роль у господарській діяльності. Ефективне управління капіталом сприяє оптимізації використання ресурсів, підвищенню вартості капіталу, мінімізації ризиків та реалізації інвестиційних проєктів.

Досліджено суть та значення вартості капіталу у стратегічному управлінні. Вартість капіталу визначена як ціна, яку суб'єкт господарювання сплачує за залучення фінансових ресурсів з різних джерел. Вона є критично важливою для оцінки ефективності інвестиційних проєктів, оптимізації структури капіталу, мінімізації фінансових ризиків та підтримки ринкової цінності. Вартість капіталу слугує бар'єром, що відокремлює ефективні інвестиції від неефективних, забезпечуючи максимізацію добробуту акціонерів. Були виокремлені фактори,

що впливають на вартість капіталу, зокрема ринкові умови, загальні економічні умови (інфляція, попит/пропозиція капіталу), операційні та фінансові рішення (комерційні та фінансові ризики), а також обсяг необхідного фінансування.

Розглянуто методи оцінки вартості капіталу та їх роль у стратегічному управлінні. Процес оцінки поділяється на три етапи: оцінка вартості власного капіталу (з використанням таких моделей, як CAPM, DDM, метод кумулятивного побудування), оцінка вартості позикового капіталу (метод процентної ставки, метод повної вартості, метод дисконтування грошових потоків) та розрахунок середньозваженої вартості капіталу (WACC). WACC є інтегрованим показником, що дозволяє оцінювати інвестиційні проєкти, дисконтувати грошові потоки при оцінці бізнесу та оптимізувати структуру капіталу. Підкреслено важливість врахування сучасних тенденцій, таких як ESG-інвестування та цифровізація, які впливають на доступність та вартість капіталу.

У другому розділі було проведено комплексний аналіз управління вартістю капіталу АТ «Укрзалізниця», який є критично важливим для розуміння фінансового стану та перспектив розвитку суб'єкта господарювання.

Проведений аналіз фінансово-економічного стану АТ «Укрзалізниця» за 2022–2024 роки виявив значну нестабільність у структурі капіталу, що характеризується зростанням боргового навантаження, високою волатильністю фінансових результатів і низькою рентабельністю власного капіталу. Збільшення поточних зобов'язань на 30% у 2023 році та 6,4% у 2024 році, а також зростання фінансових витрат на 14,77% і 16,82% відповідно, свідчать про посилення залежності від дорогого боргового капіталу, що підвищує середньозважену вартість капіталу (WACC). Позитивна динаміка доходів (зростання на 23,43% у 2023 році та 11,07% у 2024 році) та рентабельності активів (з 29,50% до 37,31%) контрастує з погіршенням співвідношення «витрати–дохід» через швидше зростання собівартості (15,77% у 2024 році). Нестабільність фінансових результатів, зокрема збитки у 2022 та 2024 роках, ускладнює накопичення власного капіталу, змушуючи покладатися на зовнішні запозичення. Воєнний

стан і регуляторні обмеження додатково підвищують премію за ризик, знижуючи фінансову гнучкість і конкурентоспроможність компанії.

Основними проблемами у структурі капіталу АТ «Укрзалізниця» та їхнім впливом на управління вартістю капіталу виявилися: високе боргове навантаження, нестабільність фінансового результату, низька рентабельність власного капіталу, складність оцінки вартості капіталу через державний статус, значний вплив воєнного стану, обмеження фінансового левериджу через низьку прибутковість, вразливість до регуляторних обмежень.

Ці проблеми створюють синергетичний ефект, що суттєво підвищує WACC, знижує ринкову вартість АТ «Укрзалізниця» та обмежує його стратегічний розвиток. Вони призводять до фінансової нестабільності, ризиків неплатоспроможності, втрати конкурентоспроможності та технологічного відставання.

На основі проведеного аналізу фінансово-економічного стану АТ «Укрзалізниця» у розділі 3 визначено стратегічні напрями вдосконалення управління вартістю капіталу, які враховують специфіку діяльності компанії в умовах воєнного стану та її державний статус. Реструктуризація боргових зобов'язань із залученням державних субсидій і міжнародних грантів визначена як пріоритетний напрям у короткостроковій перспективі, оскільки дозволяє знизити фінансове навантаження, зменшити середньозважену вартість капіталу (WACC) і створити умови для реалізації інших стратегічних ініціатив. Диверсифікація джерел доходів через розвиток логістичних і супутніх послуг є перспективною у середньостроковій перспективі, сприяючи фінансовій незалежності та підвищенню конкурентоспроможності. Модернізація інфраструктури та рухомого складу, а також стратегічне використання фінансового левериджу спрямовані на довгостроковий розвиток, однак їх реалізація залежить від попереднього полегшення боргового тиску. Кожен із цих напрямів має свої переваги та ризики, але їх комплексне впровадження забезпечує синергетичний ефект, зміцнюючи фінансову стійкість і стратегічну роль компанії в економіці України.

Фінансова ефективність реструктуризації боргових зобов'язань підтверджена розрахунками за трьома сценаріями (оптимістичним, базовим і песимістичним), які враховують економічні ефекти від зниження процентних ставок і залучення грантів. Позитивні значення NPV (14447–47896 тис. грн) та IRR (40–80%), а також прийнятні терміни окупності (11,1–30,2 місяці) свідчать про економічну доцільність проєкту. Для забезпечення успіху необхідно мінімізувати ризики, пов'язані з переговорами, бюрократичними процедурами, економічною нестабільністю, організаційними бар'єрами та регуляторними ускладненнями, через залучення професійних консультантів, створення робочих груп, резервний бюджет і чітке управління проєктом. Реалізація реструктуризації знижує WACC, підвищує ліквідність і кредитний рейтинг компанії, створюючи передумови для сталого розвитку та модернізації транспортної інфраструктури, що є критично важливим для економіки України в умовах воєнного стану та повоєнного відновлення.

ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Бабайлов В., Левченко Я. Уточнення сутності капіталу. *Проблеми і перспективи розвитку підприємництва* : зб. наук. пр. Харків, 2021. С. 15–24.
2. Безкровний О., Кулніч В., Вовченко В. Теоретичне обґрунтування формування цілей та завдань управління капіталом суб'єктів бізнесу. *Scientific research in the modern world* : Proceedings of the 5th International scientific and practical conference. Toronto, 2023. С. 366–370.
3. Бержанір І. Власний капітал підприємства: економічна сутність та особливості бухгалтерського обліку. *Актуальні проблеми розвитку регіональної економіки*. 2023. Т. 2, № 19. С. 78–86.
4. Бірюков О. Фінансовий менеджмент: суть, організація, напрямки вдосконалення в сучасних умовах господарювання : Кваліфікаційна робота рівень вищої освіти – другий (магістерський). Чернівці, 2024. 81 с.
5. Боковець В., Мороз О. Управління інвестиціями: навчальний посібник. Вінниця : ВФЕУ, 2023. 186 с.
6. Бондаренко Л., Блавт А. Акценти інвестування у сталий розвиток на принципах esg в умовах воєнного стану в Україні. *Економіка та суспільство*. 2024. № 59. URL: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2024-59-48>.
7. Вахович І. Фінансовий менеджмент магістерський курс. 3-тє вид. Луцьк, 2023. 640 с.
8. Гаватюк Л., Ковальчук С. Навчально–наочний посібник «Фінансовий аналіз у схемах і таблицях». Чернівці, 2019. 120 с.
9. Дідух С., Федорова Т. Структура капіталу підприємства: теоретичні підходи та напрямки оптимізації в сучасних умовах. *Економіка і регіон Economics and Region*. 2023. Т. 4, № 87. С.174–180.
10. Дорошенко А., Ковтун В., Оніщенко С. Управління вартістю власних та позикових джерел формування капіталу підприємства. *The Future of Scientific*

Discoveries: New Trends and Technologies: XLVII International scientific and practical conference. Marseille, 2024. С. 86–88.

11. Євдокімова М. Еволюція теоретичних уявлень про зміст категорії «капітал». *Вісник Бердянського університету менеджменту і бізнесу*. 2021. С. 30–34.

12. Євдокімова М. Управління капіталом підприємства. *Актуальні проблеми економіки та підприємництва в умовах викликів і загроз* : матеріали II Всеукр. науково–практ. конф. Кропивницький, 2024. С. 25–27.

13. Євтушевська Є., Чернов К. Теоретичні аспекти власного капіталу підприємства: сутність та структура. *Економіка харчової промисловості*. 2020. Т.12. С. 17–24.

14. Єрофєєва Т.А. Підходи до оцінювання вартості бізнесу: проблеми їх використання. *Економічні науки*. 2020. № 1. С. 25–30.

15. Жигалкевич Ж., Кам'янська О. Фінансовий менеджмент : навч. посіб. для здобувачів другого (магіст.) рів. вищ. освіти спец. 073 «Менеджмен. Київ: КПІ ім. Ігоря Сікорського, 2022. 214 с.

16. Жиликов С. Вартість інвестиційного капіталу. *Наука і молодь у XXI сторіччі*: зб. матеріалів IX Міжнар. молодіж. науково–практ. Інтернет-конференції. Полтава, 2023. С. 179–181.

17. Замазій О., Дупляк О. Структура капіталу підприємства у формуванні його вартості. *Сучасні тенденції розвитку фінансових та інноваційно–інвестиційних процесів в Україні*: зб. наук. пр. Вінниця, 2021. С. 510–512.

18. Ізюмська В. Аналіз теоретичних підходів до визначення дефініції «капітал підприємства». *Економіка та суспільство*. 2022. № 35. С. 1–6.

19. Іщенко Н. Управління капіталом підприємства: теоретичні та практичні аспекти. *Економіка та суспільство*. 2024. № 70. С.6.

20. Котлубай В. О., Редіна Є.В. Формування екосистеми управління інноваційними маркетинговими проектами в епоху цифрової економіки. *Наукові інновації та передові технології (Серія «Управління та адміністрування», Серія «Право», Серія «Економіка», Серія «Психологія», Серія «Педагогіка»): журнал*.

2025. № 2(42). С.936–948. URL: <http://perspectives.pp.ua/index.php/nauka/article/view/19885/19862> .

21. Ларіонова К., Капінос Г. Механізм управління капіталом підприємства. *Modeling the development of the economic systems*. 2023. № 3. С. 147–154.

22. Майборода О., Сукрушева Г., Кривобогова І. Сучасні підходи до визначення капіталу та власного капіталу підприємства. *Науково–виробничий журнал «Бізнес–навігатор»*. 2019. № 27. С. 302–307.

23. Миколіук Ц., Лопатовська О. Основні аспекти управління капіталом підприємства. *Економічні науки*. 2024. Т.1, №12. С.108–117.

24. Офіційний сайт АТ «Укрзалізниця». URL: <https://www.uz.gov.ua/> .

25. Питання акціонерного товариства «Українська залізниця»: Постанова Каб. Міністрів України від 02.09.2015 №735: станом на 21 груд. 2023 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/735-2015-п#Text> .

26. Поліщук Н., Заболотна Я. Особливості формування капіталу підприємства. *Науковий погляд: економіка та управління*. 2023. Т.4, № 84. С. 118–121.

27. Положення про кваліфікаційну роботу здобувачів, що отримують освіту на бакалаврському та магістерському рівнях зі спеціальності 073 «Менеджмент». За заг. редакцією д.ю.н., проф. Ульянової Г.О. Укладачі: д.е.н., проф. Кібік О.М., к.е.н., доц. Котлубай В.О. Національний університет «Одеська юридична академія». Одеса, 2024. 30 с.

28. Птащенко Л. Інструментарій визначення вартості капіталу бізнесу в умовах війни та енергетичної турбулентності. *Розвиток фінансового ринку в Україні: загрози, проблеми та перспективи* : матеріали IV Міжнар. наук.–практ. конф. Полтава, 2022. С.82–83.

29. Репіна І., Коваленко А. Концептуальні підходи до управління вартістю підприємства. 2020. С. 75–81.

30. Ровний Я. Основні елементи механізму управління вартістю підприємства. URL: http://www.economy.in.ua/pdf/2_2013/25.pdf

31. Ставерська Т., Макогон В., Микитась А. Фінансовий менеджмент в банку: навч. посіб. Харків: ДБТУ, 2024. 364 с.
32. Фінансова аналітика АТ «Укрзалізниця». *YouControl*. URL: https://youcontrol.com.ua/catalog/company_details/40075815/.
33. Фінансові показники АТ «Укрзалізниця». *Опендатабота*. URL: <https://opendatabot.ua/c/40075815>.
34. Цибульська Е. Фінансовий менеджмент : навчальний посібник для студентів, які навчаються за спец. 051 – Економіка. Кондор, 2024. 348 с.
35. Шевченко Н., Мельник І. Фінансовий менеджмент: навчальний посібник у схемах і таб лицях. Львів : *Львів. держ. ун-т внутр. справ*, 2022. 224 с.
36. Cost of Capital Meaning, Characteristics, Importance. URL: <https://honable.com/cost-of-capital/>.
37. Kibik O., Slobodianiuk O., Belous K., Redina Y., Kornilova O., Prymachenko I. Strategy for developing competitive advantages of market entities in the era of digitalization , *Economic Affairs*. Vol. 69 (special issue) 2024. Pp. 139–147. URL: <https://ndpublisher.in/admin/issues/EAv69n1p.pdf> (SCOPUS).
38. Koller Tim, Goedhart Marc H., Wessels David, *Valuation : measuring and managing the value of companies*. McKinsey & Company. Seventh edition. Hoboken, New Jersey: Wiley, 2020. 879 p.
39. Kotlubay V.O., Redina Y.V., Primachenko I.F. Strategic priorities in management of innovative component development of current business. *Review of transport economics and management*. Дніпро: Дніпровський національний університет залізничного транспорту ім. ак. В. Лазаряна, 2021. Вип. 5(21). С. 36–44. URL: <http://pte.diit.edu.ua/article/view/232860/241742>.
40. Tambiah, Matthew A. Fast WACC Fórmula. URL: <https://hal.science/hal-03147314/document>