

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

Факультет фінансів

Кафедра корпоративних фінансів і контролінгу

ОСВІТНЬО-ПРОФЕСІЙНА ПРОГРАМА	«Корпоративні фінанси»
Галузь знань	07 «Управління та адміністрування»
Спеціальність	072 «Фінанси, банківська справа та страхування»

Форма навчання: очна (денна)

КВАЛІФІКАЦІЙНА БАКАЛАВРСЬКА РОБОТА

на тему « СТРУКТУРА КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА ТА
ПРОБЛЕМАТИКА ЇЇ ОПТИМІЗАЦІЇ »

здобувача Полоз Катерини Валеріївни

Науковий керівник: доцент, кандидат економічних наук
Чепка Вікторія Віталіївна

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

Завідувач кафедри корпоративних фінансів і контролінгу:

д.е.н., професор Терещенко О.О.

Київ 2024

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ СТРУКТУРОЮ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА	6
1.1. Сутність капіталу підприємства та його ключові характеристики.....	6
1.2. Розвиток сучасних теорій оптимізації структури капіталу	13
1.3. Методичні підходи до оцінки управління структурою капіталу	20
РОЗДІЛ 2 АНАЛІЗ ТА ОЦІНКА СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ПРАТ «КИЇВСТАР».....	28
2.1. Фінансово-економічна характеристика ПрАТ «Київстар»	28
2.2. Ключові пріоритети стратегії ПрАТ «Київстар» в управлінні власним капіталом	38
2.3. Боргова політика ПрАТ «Київстар» та її особливості.....	44
РОЗДІЛ 3 НАПРЯМКИ УДОСКОНАЛЕННЯ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА	52
3.1. Оптимізація показника WACC як ключового чинника в прийнятті управлінських рішень	52
3.2. Напрями нівелювання негативного впливу макросередовища на політику управління структурою капіталу підприємств в Україні.....	59
ВИСНОВКИ	65
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	69

ВСТУП

Актуальність теми. Структура капіталу підприємства та її оптимізація наразі є ключовими аспектами фінансового управління, над якими підприємства активно працюють. Це обумовлено кількома причинами. По-перше, правильне розподілення між власним та залученим капіталом дозволяє ефективніше використовувати ресурси, максимізуючи вартість компанії. Оптимальне співвідношення різних видів капіталу сприяє ефективному веденню бізнесу та забезпечує потрібні ресурси для розвитку. По-друге, структура капіталу впливає на фінансову стійкість підприємства. Збалансований підхід до складання капіталу може зменшити ризик фінансових труднощів та допомагає забезпечити стійкість компанії в умовах змін на ринку.

Окрім цього, важливо враховувати вартість капіталу. Підібрана структура капіталу дозволяє знизити загальну вартість капіталу для підприємства, що сприяє збільшенню його конкурентоспроможності та прибутковості. Як висновок, оптимізація структури капіталу стає важливим завданням для керівництва підприємства з метою забезпечення стабільності, ефективності та успішної конкуренції на ринку.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблеми визначення оптимальної структури капіталу була досліджена в працях багатьох вітчизняних та зарубіжних вчених. Вони відображені у працях таких науковців як Білоченко А.М., Бланк І.В., Воронін А.В., Давиденко Н.М., Дрига С.Г., Куц Л.Л., Рудик Н.В. В контексті сучасного розвитку ринкових відносин, завданням фінансових менеджерів є доволі швидка адаптація до мінливих умов фінансового ринку.

Проте, незважаючи на актуальність досліджень цих вчених, на сучасному етапі розвитку, а саме в умовах воєнного стану, питання оптимізації структури капіталу стає вкрай важливим для більшості підприємств, і тому актуальність даного дослідження набуває особливого значення.

Метою кваліфікаційної бакалаврської роботи є розробка практичних рекомендацій щодо удосконалення структури капіталу ПрАТ «Київстар» в умовах воєнного стану.

У рамках окресленої мети необхідно вирішити наступні завдання:

- визначити сутність поняття «структура капіталу» та його ключові характеристики;
- проаналізувати розвиток сучасних теорій оптимізації структури капіталу;
- дослідити методичні підходи до оцінки управління структурою капіталу;
- проаналізувати стан фінансово-господарської діяльності ПрАТ «Київстар» у 2019-2023 рр.);
- визначити ключові пріоритети стратегії ПрАТ «Київстар» в управлінні власним капіталом;
- виокремити основні аспекти боргової політики ПрАТ «Київстар» та її особливості;
- дослідити оптимізацію показника WACC як ключовий чинник управлінських рішень в управлінні структурою капіталу;
- висвітлити основні напрями нівелювання негативного впливу макросередовища на політику управління структурою капіталу підприємств в Україні.

Об'єктом дослідження є процес формування структури капіталу підприємства та її оптимізація.

Предметом дослідження є сукупність теоретичних та практичних аспектів оптимізації структури капіталу підприємства.

Методи дослідження. В ході дослідження в кваліфікаційній бакалаврській роботі застосовувалися загальні методи наукового пізнання та дослідження. До них відносяться: аналіз (для оцінки актуальних тенденцій визначення оптимальної структури капіталу), узагальнення (з метою дослідження напрямів оптимізації структури капіталу в умовах воєнного

стану), систематизація і групування, статистичне спостереження, математичні методи обробки інформації.

Теоретична, методична та практична значущість отриманих результатів. Теоретична значущість роботи полягає у визначенні та детальному аналізі структури капіталу ПрАТ «Київстар» та його оптимізації.

Інформаційна база дослідження відображає узагальнений список праці провідних вітчизняних та зарубіжних спеціалістів у сфері оптимізації структури капіталу, наукові публікації в наукових фахових виданнях та засобах масової інформації. Статистичну основу кваліфікаційної роботи склали: статистичні дані сайту Асавата Дамодарана, фінансова звітність ПрАТ «Київстар».

Структура та обсяг роботи. У вступі вказана актуальність обраної теми кваліфікаційної бакалаврської роботи, встановлено мету та завдання дослідження, окреслено предмет та об'єкт аналізу, наведено використані методи дослідження і інформаційна база роботи.

У першому розділі кваліфікаційної бакалаврської роботи розглянуто суть капіталу та його управління. Визначено розвиток сучасних теорій оптимізації структури капіталу та досліджено методичні підходи до оцінки управління структурою капіталу;

У другому розділі кваліфікаційної бакалаврської роботи проаналізовано фінансово-економічний стан досліджуваного підприємства, проведено оцінку фінансово-економічного стану ПрАТ «Київстар». Виконано аналіз ефективності управління власним капіталом та зобов'язаннями ПрАТ «Київстар».

У третьому розділі кваліфікаційної бакалаврської роботи надано пропозиції стосовно аспектів удосконалення структури капіталу ПрАТ «Київстар» в умовах воєнного стану.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ УПРАВЛІННЯ СТРУКТУРОЮ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

1.1. Сутність капіталу підприємства та його ключові характеристики

У сучасних реаліях фінансистам доступна можливість залучення коштів через збільшення статутного капіталу, яка не вимагає майнової застави чи зовнішніх гарантій. Так форма фінансування є особливо привабливою, так як ресурси, що інвестовані у власний капітал компанії (або підприємства), залишаються в її розпорядженні на тривалий час. Саме тому актуальним завдання є перегляд стратегій компаній стосовно орієнтації на ринкове фінансування, зокрема через мобілізацію інвестицій в обмін на корпоративні права, що випускаються юридичними особами. У випадку, коли інші активи компанії є недоступними, підприємство має формувати кошти або майно для погашення зобов'язань у випадку добровільної чи примусової ліквідації або банкрутства. Корпоративні права акціонерів, які перевищують суму їхнього статутного капіталу, можуть бути реалізовані тільки після задоволення первинних вимог кредиторів та у разі наявності майна після ліквідації компанії.

Термін «капітал» витікає з латинського слова «capitalis», і відповідно означає певну суму грошей, яка надана в борг, і відповідно приносить відсоток. В античності саме так греки використовували цей термін [1]. У той час поняття капіталу, як ми його розуміємо сьогодні, ще не було предметом наукових досліджень. Це розуміння зародилося ще в античні часи, і збереглося протягом Середньовіччя та відображено у багатьох економічних школах, залишаючись в центрі наукових обговорень. У таблиці 1.1 представлено систематизацію трактувань категорії «капітал» різними економічними школами.

Таблиця 1.1. – Підходи різноманітних наукових шкіл до визначення поняття «капітал»

Автори	Країна та період	Визначення поняття «капітал»
Марксизм (К. Маркс) [2, с. 200]	XIX ст., Німеччина	Капітал – це соціально-економічна категорія; вартість, що збільшується із застосуванням найманої праці; це сутність, що проявляється в русі, проходить три стадії свого існування (грошову, виробничу, товарну)
Неокласична школа (А. Маршал) [2, с. 200]	90-ті роки XIX ст., Англія	Спостерігається два підходи до сутності капіталу на рівні макро- і мікроекономіки. На рівні макроекономіки капіталом є сукупність засобів виробництва, що забезпечена ресурсами праці та землі. На рівні мікроекономіки – це частина багатства власника, що може бути ним використана для отримання доходу
Кейнсіанство (Дж.М. Кейнс) [2, с. 202]	30–40 роки XX ст., Англія, США	Капітал – це багатство, здатне приносити дохід
Новітня школа (Й. Шумпетер) [2, с. 202]	XX–XXI ст., Німеччина, Австрія	Капітал – це «фонд купівельної сили», за рахунок якого придбаються засоби виробництва для використання з метою якісного розвитку суспільства. Функція капіталу – забезпечення технічного, технологічного, суспільного прогресу у часі
Р. Брейлі, С. Майерс [3]	XX ст., США	Капітал – це «сукупність фінансових інструментів, випущених у вільний обіг та підкріплених реальними активами, що здатні приносити дохід»
К. Макконелл, С. Брю [4]	XX ст., США	Це ресурси, які створені в результаті процесу виробництва, та використовуються для виробництва товарів і послуг, також можуть виступати товарами, які безпосередньо не задовольняють потреби людини: інвестиції, засоби виробництва
Дж. Нітзан, Ш. Біклер [5]	Канада, XXI ст.	сукупність кількісно вираженого фінансового фонду та фізичних засобів, які наділені певними якостями, що направлені на одержання доходу
О.Г. Біла [6]	Україна, XX–XXI ст.,	сукупні грошові ресурси, що використовуються на підприємстві, авансовані у господарську діяльність
І. О. Бланк [7]	Україна, XX–XXI ст.,	капітал як «загальну вартість засобів в грошовій, матеріальній і нематеріальній формах та засоби, інвестовані у формування активів підприємства

Джерело: складено автором на основі [2, с.200; 3; 4; 5;6; 7]

Кожен з авторів та наукових шкіл пропонує своє унікальне тлумачення поняття «капітал», відображаючи свої конкретні погляди та теоретичні уявлення про економіку. Аналіз трактувань поняття «капітал» різними науковими школами та авторами показує, що це поняття має багатоаспектний характер, який змінювався відповідно до історичних та економічних умов. Ось критичний аналіз основних підходів:

Спільні риси:

1. Доходність: Практично всі автори і школи пов'язують капітал із здатністю приносити дохід. Наприклад, К. Маркс, Дж.М. Кейнс, Й. Шумпетер, Р. Брейлі, С. Майерс, К. Макконелл та С. Брю, Дж. Нітзан та Ш. Біклер, О.Г. Біла та І.О. Бланк всі зазначають, що капітал повинен приносити певний економічний зиск.

2. Інвестиційний аспект: Капітал часто розглядається як засіб для інвестицій у виробництво або інші активи. Цю думку підтримують Маркс, Макконелл та Брю, Брейлі та Майерс, Нітзан та Біклер, Біла та Бланк.

3. Ресурсний характер: Капітал вважається ресурсом, який можна використовувати для створення додаткової вартості. Цей підхід можна побачити у Маршала, Кейнса, Макконелла та Брю.

Хоча кожен з цих підходів має свої особливості, спільним є те, що капітал розглядається як ресурс, призначений для створення багатства або отримання доходу. Однак, вони різняться в тому, як саме визначається цей ресурс і як він використовується.

На основі визначень вказаних авторів, можна надати власне визначення поняття капіталу, як сукупності матеріальних та/або фінансових ресурсів, що використовуються для інвестування в виробництво товарів і послуг або для отримання доходу. Він може включати в себе грошові кошти, машини, обладнання, нерухомість та інші активи, які допомагають підприємствам і інвесторам зростати та розвиватися.

Здійснений аналіз показує, що по своїй економічній природі, капітал підприємства є доволі складною категорією, а тому його аналіз тільки з точки

зору фінансової перспективи є вкрай обмеженим, і не відображає його повністю. Різноманітні властивості капіталу як змінної величини, його постійний рух у часі та просторі демонструють його значення не лише як економічної, але й як важливої соціально-економічної категорії.

Вартість капіталу – це комплексний показник, який відповідно залежить від рівноваги між позиковими та власними ресурсами в структурі капіталу підприємства. Ця величина, в свою чергу, визначає рівень доходу, який компанія повинна забезпечити своїм інвесторам в обмін на придбання акцій або облігацій [8]. Структура капіталу вказує на пропорції між різними видами коштів у загальній сумі пасивів підприємства. Використання власних коштів надає перевагу у вигляді відсутності необхідності виконувати регулярні платежі за певними стандартами, на відміну від боргового капіталу, який потребує чітких виплат у відповідності до встановленого графіку.

Графічно, структуру капіталу підприємства подано на наступному рисунку 1.1.

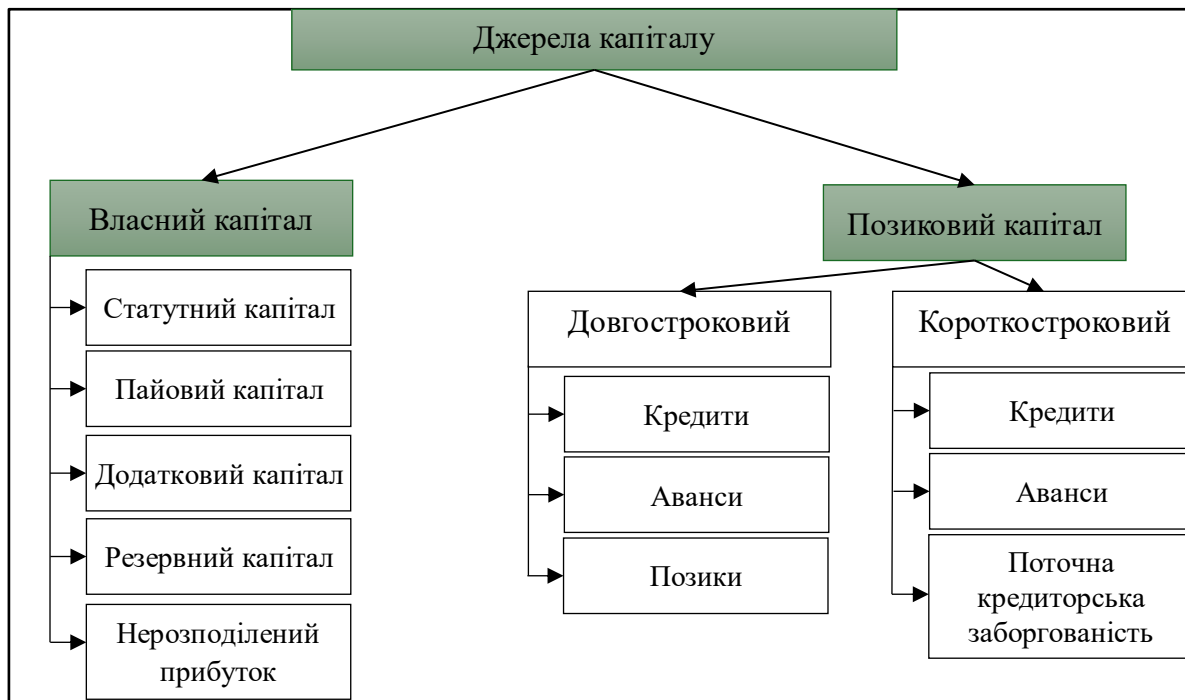


Рисунок 1.1. – Структура капіталу підприємства

Джерело: складено автором на основі [9].

Якщо брати чисто теоретично, то поняття структура капіталу було введено в наукову літературу та відповідні дослідження для того, аби

відповідно позначити співвідношення позикового та власного капіталу підприємств. Окрім цього, за рахунок формування правильно обраної структури капіталу, відбувається побудова його ринкової стратегії. Окрім цього, термін «структура капіталу» також використовується для відображення терміну «фінансовий важіль», і тут мається на увазі підсилення результатів вкладених зусиль. Інтеграція боргового фінансування в першу чергу направлена на виконання стратегічних цілей власників підприємства чи бізнес організації. У контексті фінансування підприємства, «фінансовий важіль» відображає підхід до фінансування в довготривалій перспективі, через боргове фінансування, щоб максимізувати вартість активів підприємства на користь власника. Цей фактор є особливо важливим, оскільки ринковий успіх підприємства вимірюється його здатністю створювати реальну економічну вартість для акціонерів, і особливо в ситуації коли рентабельність вкладеного капіталу перевищує вартість залучених коштів.

Якщо здійснювати дослідження теорії структури капіталу, то вони розпочалися в середині XX століття – в своїх роботах Ф. Модільяні та М. Міллер почали досліджувати ці аспекти. Оскільки в той період часу, економічна думка була переважно спрямована на задоволення потреб державного апарату щодо напрямків реформування національної економіки, то питання структури капіталу до середини XX сторіччя розглядалося лише на макрорівні. У наукових колах мала місце думка, що існує оптимальна структура капіталу, яка дозволяє мінімізувати загальну вартість капіталу та одночасно максимізувати ринкову вартість компанії.

З розвитком фондових ринків і зростанням можливостей залучення капіталу, вплив підприємств на економіку країн зріс, що змусило змінити фокус досліджень капіталу з макро- на мікрорівень. Відома праця Франко Модільяні та Мертона Міллера «Вартість капіталу, корпоративні фінанси та теорія інвестування» принесла у науковий обіг концепцію «фінансового важеля», де вони розглядали взаємозв'язок між вартістю капіталу та його структурою. Автори аргументували, що вартість компанії обумовлена її

майбутніми доходами і не залежить від структури її фінансування, опираючись на припущення про ідеальні ринки без оподаткування. Вони вважали, що зміни у співвідношенні боргового капіталу до власного не впливають на загальну вартість підприємства за умови дотримання модельних припущень, що базуються на арбітражі. Це показує, що ефективність компанії залежить лише від управлінських рішень щодо використання ресурсів, а не від методів їх фінансування [10, с. 40].

В 70х роках XX століття відбулося доволі багато поглинань та злиттів, і більшість з них було здійснено за рахунок боргового капіталу. Проте, інші дослідники на противагу Модільяні та Міллеру вважали, що використання боргового фінансування може збільшити ринкову вартість підприємства. В своїх працях, М. Єнсен та В. Меклінг відзначали, що борговий капітал має позитивний вплив на вартість компаній, особливу увагу приділивши тому фактору, що оперативні та інвестиційні рішення, а також розмір грошових потоків залежать від структури капіталу компанії. Проте, все це свідчить про актуальність моделі Модільяні-Міллера навіть зараз.

Структура капіталу підприємства формується за рахунок внутрішніх та зовнішніх джерел, і відповідно обумовлюється не тільки специфічними особливостями фінансового розвитку самої бізнес організації, а і особливостями розвитку фінансового ринку країни. Структура капіталу, є більш глибоким поняттям, яке охоплює не тільки фінансові, операційні та інвестиційні аспекти його діяльності. Вона напряду має вплив на результати діяльності організації, які відображаються в таких показниках як коефіцієнти фінансової стійкості та платоспроможності; коефіцієнт рентабельності активів і власного капіталу.

Як висновок, ми можемо відзначити, що структура капіталу є співвідношенням власного та позикового капіталу в матеріальній та нематеріальній формах, і відповідно формується підприємством в процесі здійснення його фінансово-господарської діяльності. Загалом, виділяють наступні дві схеми формування структури капіталу організації чи

підприємства: 1) повне самофінансування, коли капітал формується тільки за рахунок власних ресурсів; 2) змішане фінансування, при якому капітал формується за рахунок власних та позикових ресурсів, які можуть залучатися в різних пропорціях.

Іншим важливим аспектом є процес управління капіталом, що має на меті ефективне управління структурою та вартістю джерел фінансування підприємства для підвищення прибутковості власного капіталу та спроможності підприємства розраховуватися з кредиторами та акціонерами [4, с. 41].

Для того щоб підприємство могло успішно управляти та формувати капіталом, йому слід здійснити наступні дії (рис. 1.2)

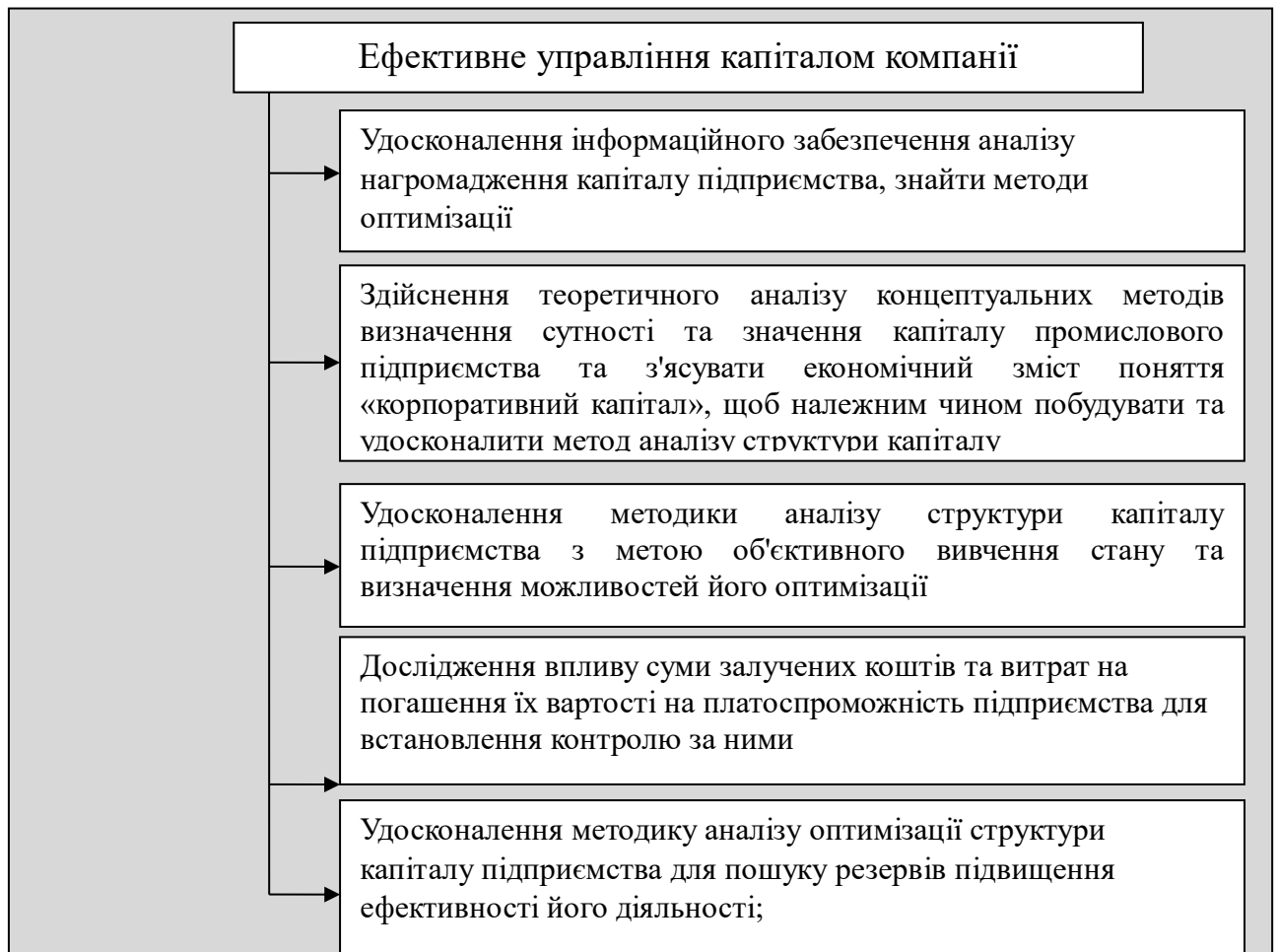


Рисунок 1.2. – Основні аспекти ефективного управління капіталом компанії

Джерело: складено автором на основі [11, с.115]

Використання цих аспектів дозволить фінансовому менеджменту компанії ефективно управляти структурою капіталу, оптимізовувати його структуру на основі проведених досліджень та відповідно впливати на рівень прибутковості підприємства в цілому.

Як висновок слід відзначити, що питання структури капіталу є доволі дискусійним, як з точки зору самої дефініції поняття «капіталу» так і з точки зору визначення оптимальної структури капіталу. Оптимізація структури капіталу і відповідно визначення ефективного співвідношення боргового та власного капіталу є вкрай актуальним завданням для більшості підприємств в сучасних мінливих ринкових умовах.

1.2. Розвиток сучасних теорій оптимізації структури капіталу

Ефективне управління структурою капіталу є основою успішного функціонування підприємства та забезпечення максимального рівня його прибутковості. Капітал є основним елементом ринкової економіки, який постійно знаходиться у динаміці і відповідно є основою для створення та функціонування бізнесу. Окрім того, що капітал має задовольняти інтереси власників компанії, він повинен задовольняти також потреби персоналу та вимоги держави, представляючи загальну вартість корпорації, що інвестована в її активи.

Якщо аналізувати формування основних теоретичних підходів до питання оптимізації структури капіталу, то в науковій літературі виділяють два періоди. Перший з них базується на ідеях класиків економічної науки, які вивчали макроекономічні аспекти фінансування з перспективи національної економіки. Другий період спирається на теорію Модільяні та Міллера (і

відповідно їх послідовників та критиків), і вони які розглядають більш тонкі механізми корпоративного фінансування.

Відзначимо, що теорія Міллера-Модильяні навіть зараз є актуальною і більшість економістів та практиків вважають, що оптимізація структури капіталу наряду має вплив на збільшення вартості корпорації. Проте, стратегія фінансового менеджменту залишається базисом для ефективного функціонування бізнес-організації, оскільки цей сегмент корпоративної стратегії зумовлює вибір джерел фінансування (співвідношення власного та боргового фінансування). Багато сучасних науковців спираються на тезис, що ринкова вартість цих підприємств визначається лівою частиною балансу (активи) [12].

Оптимізація структури капіталу має на меті формування раціонального співвідношення власного та позикового капіталу. Тут мається на меті забезпечення оптимальної пропорції між рівнем рентабельності власного капіталу та рівнем ризику втрати фінансової стійкості, за рахунок використання боргового капіталу. За рахунок формування оптимальної структури капіталу формуються умови для максимізації ринкової вартості компанії. Основним механізмом даної оптимізації структури капіталу є фінансовий леверидж. Кількісна оцінка фінансового левериджу проявляється через «точку беззбитковості», що відповідно показує рівень додаткового прибутку на власний капітал при різній частці використання залучених засобів.

У теорії фінансового менеджменту на сучасному етапі розвитку фінансового ринку прийнято виділяти наступні чотири теорії стосовно оптимізації структури капіталу (Рис. 1.3.)

Основа даних концепцій – це суперечливі підходи щодо можливості оптимізації структури капіталу бізнес організації і найбільш пріоритетних факторів, які детермінують механізм цієї оптимізації. Дані концепції в повній мірі можуть бути реалізованими тільки за рахунок функціонування розвинутого фондового ринку в цілому.

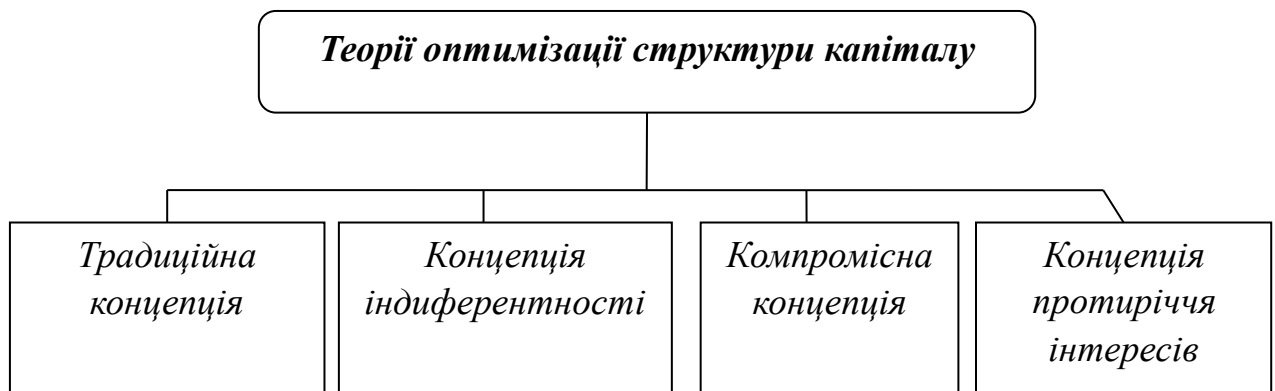


Рисунок 1.3. – Основні теорії оптимізації структури капіталу на сучасному етапі

Джерело: складено автором на основі [13]

Тепер, більш детально перейдемо до аналізу основних концепцій та їх положень. І першою з них є традиційна концепція. Її основа – це тезис про можливу оптимізацію структури капіталу за рахунок врахування різної вартості його окремих складових. Згідно з цією теорією, загальна вартість капіталу організації залежить від його структури і існує так звана оптимальна структура капіталу, яка зменшує середньозважену вартість капіталу (WACC) і максимізує ринкову вартість компанії.

Традиційний підхід стверджує, що оптимальна структура капіталу все таки існує, і ця концепція на доказ цього наводить наступні аргументи:

- WACC залежить від вартості його складових (відповідно власний та позиковий капітал);
- в залежності від структури капіталу, вартість кожного з даних джерел може змінюватися;
- певне зростання питомої ваги боргового капіталу спочатку не викликає негайної реакції акціонерів в розрізі зростання рівня прибутковості, проте у випадку перевищення деякого порогу безпеки, ситуація може змінитися, а тому акціонери почнуть вимагати більшого рівня прибутковості;

- ціна позикового капіталу спочатку може залишатися стабільною навіть при невеликому збільшенні його частки, але після досягнення певного порогу безпеки, вона починає зростати;

- так як вартість боргового капіталу зазвичай нижча за вартість власного капіталу, то існує оптимальна структура капіталу, при якій показник WACC має мінімальне значення, а ринкова вартість компанії є максимальною.

Концепція індиферентності структури капіталу, яка була запропонована Модильяні та Міллером у 1958 році, визначає, що оптимізація структури капіталу є неможливою, причому ні за критерієм мінімізації WACC, ні за критерієм максимізації ринкової вартості бізнес структури. Формування структури капіталу та визначення ринкової вартості організації відбувається в контексті загального механізму ринку капіталу, акцентуючи увагу на вкрай тісному зв'язку між внутрішнім фінансовим менеджментом організації і зовнішнім фінансовим середовищем. Проте, в даній теорії є певні обумовлення, до яких слід віднести наступні аспекти:

- фінансовий ринок на всіх етапах його функціонування є «досконалим»;

- ризики, які пов'язані зі складом різних елементів капіталу та відповідно формують потенційну загрозу втрати частини активів підприємства в процесі його банкрутства та ліквідації, в даний розрахунок не беруться;

- на ринку, протягом аналізованого періоду, діє єдина для всіх інвесторів і кредиторів безризикова ставка відсотка на вкладений капітал, або на той, що передається в позику;

- вартість будь-якого елементу капіталу не пов'язана з діючою системою оподаткування прибутку організації [14, с. 120].

За цих базових умов, Міллер та Модильяні математично довели, що ринкова вартість бізнес структури залежить тільки від загальної вартості його активів в незалежності від складу елементів капіталу, який авансовано в ці активи. Беручи до уваги дані передумови, зміст концепції механізму формування WACC компанії, яка була запропонована Модильяні та Міллером,

зводиться до такого: ринкова вартість організації не залежить від структури капіталу.

За моделями Модильяні-Міллера можемо дійти до таких висновків: якщо податки відсутні, то ринкова вартість компанії не змінюється в залежності від розміру позикового капіталу, а відтак оптимальна структура капіталу не існує.

$$V_d = V_o \quad (1.1)$$

де V_d - ринкова вартість капіталу, V_o - оцінка фірми, з нульовим фінансовим важелем.

Однак, якщо є податок на прибуток і при цьому не існує податків на прибутки або вони однакові для власників власного та позикового капіталу, то ринкова вартість компанії з позиковим фінансуванням вища, завдяки економії на податках на прибуток.

$$V_d = V_o + T_d \quad (1.2.)$$

де V_d - ринкова вартість капіталу, V_o - оцінка фірми, з нульовим фінансовим важелем; T_d - поточна оцінка податкової економії) [15, с. 47].

В такому випадку оптимальна структура капіталу включатиме 100% вартості позикового капіталу.

Якщо ж розглянути ситуацію з різними ставками податку для власників різних видів капіталу, збільшення боргу спричиняє зростання вартості компанії. Однак підхід Міллера та Модильяні не враховує агентські конфлікти між менеджерами та акціонерами, які можуть не бажати залучати капітал під високі відсотки через збільшення ризиків. Також не враховуються і прямі та непрямі витрати банкрутства, які не існують у світі досконалої конкуренції. В умовах реального недосконалого ринку, у випадку банкрутства компанії, власники капіталу несуть значні збитки. Швидке проведення процесу банкрутства може призвести до значних прямих витрат, які доповнюються неявними збитками, такими як втрата репутації компанії, втрата бізнес-контактів і потенційних інвесторів.

Компромісна концепція структури капіталу спирається на тезис, що структура капіталу формується під впливом певних суперечливих умов, які відповідно визначають співвідношення рівня прибутковості і ризику використання капіталу організації, які в процесі оптимізації його структури повинні бути враховані шляхом відповідного компромісу їх комплексного впливу. Дана компромісна концепція, яка була побудована на працях Х. Де-Анжелло, М. Міллера, Дж. Уорнера та Р. Масюліса, включає в механізм формування структури капіталу ряд реальних умов функціонування економіки та ринку. Реально функціонуюча економіка не може не враховувати фактор оподаткування прибутку. Саме тому, вартість боргового капіталу за рахунок «податкового щита» завжди є нижчою за інших рівних умов, ніж вартість власного капіталу. І як результат, зростання рівня використання боргового капіталу до певних меж викликає зниження рівня WACC.

Баланс між доходністю та ризиком при різних структурах капіталу визначає WACC, що визначається через потенційну дохідність, яку може здобути бізнес організація із власних активів. Важливо враховувати в цьому розрахунку транзакційні та операційні витрати, які пов'язані із включенням кожної компоненти капіталу. Частка боргового капіталу в загальній структурі капіталу також зумовлена рівнем ризику його використання. Як висновок, компромісна концепція дає нам змогу зробити наступний ряд висновків:

- зростання питомої ваги боргового капіталу може істотно знизити WACC, але лише в тому випадку, якщо це не загрожує банкрутством підприємства;
- зростання питомої ваги боргового капіталу може стабілізувати WACC на певному рівні, якщо рівень ризику банкрутства залишається низьким, що може призвести до незначного зростання вартості залученого капіталу;
- різке зростання питомої ваги боргового капіталу може суттєво збільшити WACC, якщо це веде до високого рівня загрози банкрутства, з чим пов'язане зростання вартості залученого капіталу.

Концепція протиріччя інтересів при формуванні структури капіталу базується на положенні про неспівпадіння інтересів і рівня інформованості власників, кредиторів та менеджерів у процесі управління використанням капіталу, вирівнювання яких викликає збільшення вартості окремих елементів капіталу. Автори окремих положень цієї концепції (М. Гордон, М. Дженсен, У. Міклінг, Д. Галлей, Р. Масюліс, С. Майерс та ін.) суттєво розширили сферу її практичного застосування за рахунок включення нових факторів. Основу концепції протиріччя інтересів подають через наступні три теорії:

1. Теорія інформаційної асиметрії, яка побудована тезисі, що ринок капіталу не може бути повністю досконалим у всіх аспектах протягом всього періоду майбутнього функціонування навіть в розвинутих державах. Реально функціонуючий ринок формує, у силу своєї недостатньої «транспарентності», асиметричну інформацію для окремих його учасників про перспективи розвитку організації. Це породжує нерівнозначну оцінку різними учасниками ринку майбутнього рівня дохідності і ризику діяльності компанії, і як результат і умов оптимізації структури її капіталу.

2. Сигнальна теорія в свою чергу є логічним продовженням теорії інформаційної асиметрії. Її основна – це тезис про те, що ринок капіталу надсилає інвесторам та кредиторам відповідні сигнали стосовно перспектив розвитку бізнес-організації на основі поведінки менеджерів на цьому ринку.

3. Теорія моніторингових витрат, яка базується на відмінності інтересів та рівня інформованості власників і кредиторів організації. Кредитори, надаючи організації капітал в умовах інформаційної асиметрії, вимагають від неї можливості здійснення власного контролю за ефективністю його використання і забезпеченням повернення. Витрати на здійснення такого контролю кредитори намагаються перекласти на власників організації шляхом їх включення у ставку відсотка за кредитом [13].

Як висновок слід відзначити, що вказані розбіжності в описаних нами підходах до оптимізації структури капіталу, в повній мірі відображають складність удосконалення управління капіталом бізнес організацій, з метою

зростання рівня їх ділової активності. У контексті ринкової економіки, численні фактори впливають на формування капітальної структури, зумовлюючи її ринкову вартість, яка постійно змінюється.

Така ситуація свідчить що навіть на сучасному етапі немає універсальної формули для визначення ідеально оптимізованої структури капіталу. Саме тому, в залежності від обраних цілей і відношення до ризику, менеджмент кожної організації повинен самостійно обирати свою власну та специфічну для галузі, в якій працює організація, стратегію управління капіталом. Дане рішення в майбутньому буде впливати на інвестиційні перспективи, грошові потоки, дивідендну політику, а також на загальну потребу у фінансуванні.

1.3. Методичні підходи до оцінки управління структурою капіталу

Фінансова наука має вагомий теоретичний базис щодо визначення практичних рішень у галузі корпоративного фінансування. Разом з тим слід визнати, що управління структурою капіталу залишається одним із управління структурою капіталу навіть на сучасному етапі розвитку фінансової науки залишається однією з найбільш складних аспектів у сфері корпоративних фінансів. Як боргове фінансування, так і фінансування за рахунок власного капіталу мають свої специфічні характеристики, які часто піддаються змінам через особливості внутрішнього фінансового та господарського устрою корпорації та зовнішні чинники. Ці зовнішні фактори, зокрема, включають динаміку взаємовідносин з учасниками фінансового ринку під час керування капітальною структурою корпорації.

В науковій літературі існує жвава дискусія стосовно питання управління структурою капіталу корпорації, а це питання, в свою чергу прямо пов'язане з проблематикою класифікації капіталу. Відтак, в роботах вчених наводиться

значна кількість класифікаційних ознак капіталу, проте в роботі І. Бланка, виділено одинадцять таких ознак [7, с. 112]. Серед них і класифікація за належністю підприємства, яка передбачає виділення: власного капіталу та боргового капіталу (або позикового).

В наступній таблиці 1.2. подано інформацію стосовно особливостей власного та боргового капіталу, їх позитивних та негативних аспектів, що в повній мірі дозволяє оцінити перспективи їх використання для сучасних підприємств.

Таблиця 1.2 – Основні характеристики власного та боргового капіталу підприємства

	Позитивні аспекти	Негативні аспекти
Борговий капітал	• нижча вартість порівняно з власним капіталом; • нижча ймовірність ворожого поглинання компанії; • можливість використання фінансового левериджу	• виникнення специфічних фінансових ризиків та зниження фінансової стійкості; • необхідність концентрації значних сум для погашення основної суми боргу; • зростання ймовірності виникнення додаткових умов з боку кредиторів
Власний капітал	• забезпечення фінансової стійкості корпорації; • зниження рівня фінансових ризиків	• вища вартість порівняно з борговим капіталом; • відсутність можливості використання ефекту фінансового левериджу; • випуск пайових фінансових інструментів створює передумови для ворожого поглинання

Джерело: складено автором на основі [16]

Слід відзначити, що в науковій літературі існує безліч методичних підходів стосовно оцінки управління структурою капіталу бізнес структур, які відповідно можуть включати різноманітні інструменти та коефіцієнти. Вони в свою чергу дозволяють глибше аналізувати та оцінювати ефективність

фінансових стратегій компаній чи підприємств. Дані методики допомагають в першу чергу визначити оптимальний рівень співвідношення між власним та борговим капіталом, що напряду впливає на мінімізацію вартості капіталу та максимізацію вартості підприємства, як підсумок. Тому слід розглянути методичні підходи.

1. Вкрай актуальною на сучасному етапі залишається капітальна модель оцінки активів (або CAPM) яка включає наступні аспекти: розрахунок середньозваженої вартості капіталу (WACC), яка формується на основі вартості позикового та власного капіталу в загальній структурі підприємства; та аналіз рентабельності інвестицій (Break-even Analysis), який допомагає зрозуміти, який мінімальний дохід потрібен для покриття всіх витрат по проекту [17].

2. Аналіз показників структури капіталу, до яких слід віднести коефіцієнт залучення позикових коштів (Debt Ratio), який розраховується як співвідношення загального обсягу боргу до загальних активів; а також коефіцієнт фінансового левереджу (Debt-to-Equity Ratio), який розраховується як співвідношення позикового капіталу до власного капіталу [18].

3. Також, відносно недавно з'явилися методи стрес-тестування та метод сценаріїв. Перше перевіряє стійкість фінансової структури підприємства у змінних економічних умовах, а метод сценаріїв в свою чергу дозволяє аналізувати можливі фінансові сценарії та їх вплив на підприємство.

4. Аналіз чутливості, який допомагає вивчити вплив на прибутковість та ліквідність. Такий аналіз допомагає оцінити, як зміни в структурі капіталу впливають на фінансові показники.

Використання даних методів значно полегшує оцінку управління структурою капіталу, особливо в умовах невизначеності ринкових умов та впливу зовнішніх факторів. За рахунок використання цих методів, менеджмент компанії зможе набагато легше визначити оптимальне співвідношення власного та позикового капіталу, що в свою чергу позитивно вплине на її вартість.

Найбільш популярним методом, на думку багатьох науковців на сучасному етапі є модель оцінки капітальних активів, в які вартість капіталу порівнюють з дохідністю інвестиційних проектів та короткострокових рішень щодо управління робочим капіталом. Якщо капітал містить декілька складових, зазвичай, власний і позиковий, то виникає необхідність визначення середньозваженої вартості капіталу (Weighted Average Cost of Capital – WACC). Середньозважена вартість капіталу являє собою суму вартостей всіх складових капіталу підприємства, зважених на їхню частку в структурі капіталу за балансовою або ринковою вартістю [19].

Формула визначення середньозваженої вартості капіталу має наступний вигляд:

$$WACC = C_e * \frac{E}{D+E} + C_d * (1 - T) * \frac{D}{D+E} \quad (1.3)$$

де C_e – це вартість власного капіталу; E - обсяг власного капіталу в структурі джерел фінансування; C_d – вартість позикового капіталу; T – ставка податку на прибуток. D обсяг позикового капіталу в структурі джерел фінансування [20, с. 146]

Якщо розглядати інвестиційні проекти, то середньозважена вартість капіталу застосовується як дисконтна ставка, з якою порівнюється визначена внутрішня норма дохідності (IRR). Ця норма дохідності повинна бути більшою за середньозважену вартість капіталу у проектах, які мають на меті генерування прибутку. У сфері управління запасами, дебіторською та кредиторською заборгованістю, середньозважену вартість капіталу використовують для виправдання доцільності короткострокових фінансових рішень, як елемент витрат підприємства на фінансування. WACC також має велике теоретичне та практичне значення як показник ефективності фінансової діяльності підприємства у сфері залучення фінансових ресурсів. Якщо середньозважена вартість капіталу нижча, ніж у конкурентів або середня по галузі, це свідчить про здатність підприємства вибрати більш економічно вигідні джерела фінансування або оптимально сформулювати їхню структуру для мінімізації вартості.

У процесі управління запасами, дебіторською та кредиторською заборгованістю середньозважена вартість капіталу використовується для виправдання доцільності короткострокових рішень, зазвичай як складову витрат підприємства на фінансування зростання цих складових. WACC також має значення як індикатор ефективності фінансової діяльності організації у формуванні джерел фінансових ресурсів. Нижча порівняно з конкурентами або середньою по галузі ставка WACC свідчить про здатність підприємства знаходити більш доступні джерела фінансування або ефективно формувати їх структуру для мінімізації вартості.

На практиці, використання середньозваженої вартості капіталу може бути складним, і особливо це актуально для підприємств, акції яких не розміщені на фондових біржах, або на біржах, чиї акції не обертаються на відкритому ринку. Компанії, які є публічними акціонерними товариствами і мають акції, що торгуються в відкритому доступу на біржі, можуть легко визначити ринкову вартість своїх складових капіталу, використовуючи ринкові ціни своїх цінних паперів. Для тих підприємств, акції яких є приватними, акціями, розрахунок середньозваженої вартості капіталу повинен здійснюватися виходячи з балансової вартості капіталу або за допомогою порівняльного аналізу з подібними публічними компаніями.

Економічна сутність вартості власного капіталу виявляється у порівнянні доходів, які акціонери отримують з інвестованих коштів, з обсягом цих інвестицій. Таким чином, вартість власного капіталу з економічної точки зору можна порівняти з рентабельністю власного капіталу компанії, що розраховується як відношення чистого прибутку до загальної суми власного капіталу [21].

Для того щоб проаналізувати середньостатистичні показники вартості власного капіталу та середньозваженої вартості капіталу по окремим галузям, слід використовувати офіційні статистичні дані (для України це Державна служба статистики та сайт Міністерства фінансів України). Рентабельність власного капіталу в різних галузях визначається як співвідношення

оподаткованого прибутку до власного капіталу цих підприємств, скоригованого на податки. Для розрахунку структури капіталу необхідно виключити з розгляду короткострокові джерела фінансування, такі як кредиторська заборгованість, яка часто є безоплатним або досить дешевим джерелом. Таким чином, структура капіталу буде базуватися на довгострокових зобов'язаннях та власному капіталі. В свою чергу, вартість боргового капіталу розраховується за даними позик і коригується на прибутковий податок [22].

В цілому, використання показника середньозваженої вартості капіталу можна і надалі використовувати для оцінки вартості компанії.

Показник, що ілюструє здатність компанії заробляти додатковий прибуток за рахунок використання позикових коштів поряд з власним капіталом, називається ефектом фінансового левериджу. За твердженням економіста Бланка, ефект фінансового левериджу можна виміряти через збільшення чистої рентабельності капіталу, отриманого за рахунок застосування позичкових коштів. Цей показник розраховується згідно із наступною формулою [23].

$$\text{ЕФЛ} = (1 - \text{СПр}) * (\text{КВРа} - \text{ВКр}) * \frac{\text{ПК}}{\text{ВК}} \quad (1.4)$$

де – ефект фінансового левериджу, що полягає в прирості коефіцієнта рентабельності власного капіталу, %; СПр – ставка податку на прибуток; Квра – коефіцієнт валової рентабельності активів (відношення валового прибутку до середньої вартості активів), %; ВКр – середній розмір відсотків за кредит, що сплачуються компаніям за використання позичкового капіталу, %; ПК – середня сума використовуваного компаніям позичкового капіталу; ВК – середня сума власного капіталу компанії.

Як висновок відзначимо, що коефіцієнт фінансового левериджу виступає інструментом збільшення або зменшення впливу відповідно до значення його диференціала. Якщо диференціал має позитивне значення, то будь-яке збільшення коефіцієнта фінансового левериджу формує збільшення рентабельності власного капіталу, і навпаки, коли значення диференціалу є

негативним, то збільшення коефіцієнта фінансового левериджу веде до глибшого зниження рентабельності власного капіталу [24].

Розуміння того, як фінансовий леверидж впливає на прибутковість власного капіталу та на рівень фінансового ризику, дозволяє компаніям цілеспрямовано управляти не тільки вартістю, але й структурою свого капіталу. Широке практичне використання механізму фінансового левериджу пов'язане з можливістю його розрахунку як за загальним обсягом позичкового капіталу, так і по кожному з його джерел окремо, таких як короткострокові та довгострокові кредити.

Також, слід розглянути показники фінансового стану щодо використання власного та боргового капіталу. Їх подано в наступній таблиці 1.3.

Таблиця 1.3. – Показники фінансового стану щодо використання власного та боргового капіталу

№ п/п	Показник	Значення та формула розрахунку
1	Коефіцієнт фінансового левериджу (Debt-to-Equity Ratio)	Цей коефіцієнт показує відношення боргового капіталу до власного капіталу компанії. Він допомагає визначити, наскільки компанія залежить від позичених коштів порівняно з власними.
2	Коефіцієнт заборгованості (Debt Ratio)	Цей показник вказує, яка частка активів компанії фінансується за рахунок боргу.
3	Коефіцієнт поточної ліквідності (Current Ratio)	Показує здатність компанії покривати свої короткострокові зобов'язання за рахунок поточних активів.
4	Коефіцієнт швидкої ліквідності (Quick Ratio)	Цей показник розраховується подібно до коефіцієнта поточної ліквідності, але виключає запаси з поточних активів.

Джерело: складено автором на основі [24]

В цілому слід відзначити, що на сучасному етапі розвитку фінансової науки, існує немало методів оцінки управління структурою капіталу, до яких слід віднести капітальну модель оцінки активів, аналіз показників структури

капіталу, методи стрес-тестування та метод сценаріїв та аналіз чутливості. Найбільш актуальною, з нашої точки зору, є саме модель капітальної оцінки активів, яка враховує середньозважену вартість капіталу як основну для визначення оптимальної структури капіталу. В міру вітчизняних реалій, визначення цієї ставки на практиці буває ускладненим через приватність досліджуваних компаній та відсутністю їх акцій на біржовому ринку. В умовах військового стану, ця процедура також може бути ускладненою загальними проблемами фондового ринку та волатильністю процентних ставок.

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ ТА ОЦІНКА СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ПРАТ «КИЇВСТАР»

2.1. Фінансово-економічна характеристика ПрАТ «Київстар»

В даній кваліфікаційній бакалаврській роботі, основним об'єктом дослідження є вітчизняний оператор ринку телекомунікацій та мобільного зв'язку ПрАТ «Київстар». Мобільна мережа досліджуваної компанії ПрАТ «Київстар» охоплює всі міста України, а також понад 28 тис. сільських населених пунктів, усі основні національні та регіональні траси, більшість морських та річкових узбережь. Станом на кінець 2023 року, ПрАТ «Київстар» є найбільшим оператором мобільного зв'язку, а також одним з найбільших інтернет-провайдерів в нашій державі. В сумі, компанія обслуговує понад 24,3 млн абонентів мобільного зв'язку та понад 1,1 млн абонентів Домашнього Інтернету.

Окрім основних телекомунікаційних послуг, ПрАТ «Київстар» також надає послуги FMC (поєднання мобільного і фіксованого зв'язку), цифрові рішення в сегментах Big Data, IoT, Clouds та ряд інших мобільних фінансових сервісів. Київстар є також одним із лідерів у сегменті OTT TV, і платформа Київстар ТБ є доволі популярною в Україні. Окрім цього, компанія побудувала найбільшу інфраструктуру зв'язку в Україні — понад 48 тисяч базових станцій.

Акціонером компанії ПрАТ «Київстар» є міжнародна група VEON. Акції цієї групи містяться на фондових біржах NASDAQ (Нью-Йорк) та Euronext (Амстердам). Київстар 25 років працює в Україні та визнаний найбільшим платником податків на ринку телекомунікацій, кращим роботодавцем і соціально відповідальною компанією.

Перейдемо до аналізу фінансово-господарської діяльності компанії ПрАТ «Київстар» в досліджуваному періоді 2019-2023 років. В останні роки

компанія почала доволі активно розвиватися, і важливим аспектом в даному плані є аналіз основних економічних та фінансових показників. В науковій літературі є безліч досліджень на цю тему, проте для нас основним завданням є аналіз динаміки таких показників як активи підприємства, дослідження рівня прибутковості компанії, основних коефіцієнтів які стосуються прибутковості, ліквідності і тд.

Для початку, ми проаналізуємо динаміку оборотних та необоротних активів ПрАТ «Київстар» за 2019-2023 рр. Дану динаміку буде зображено на наступному рисунку 2.1.

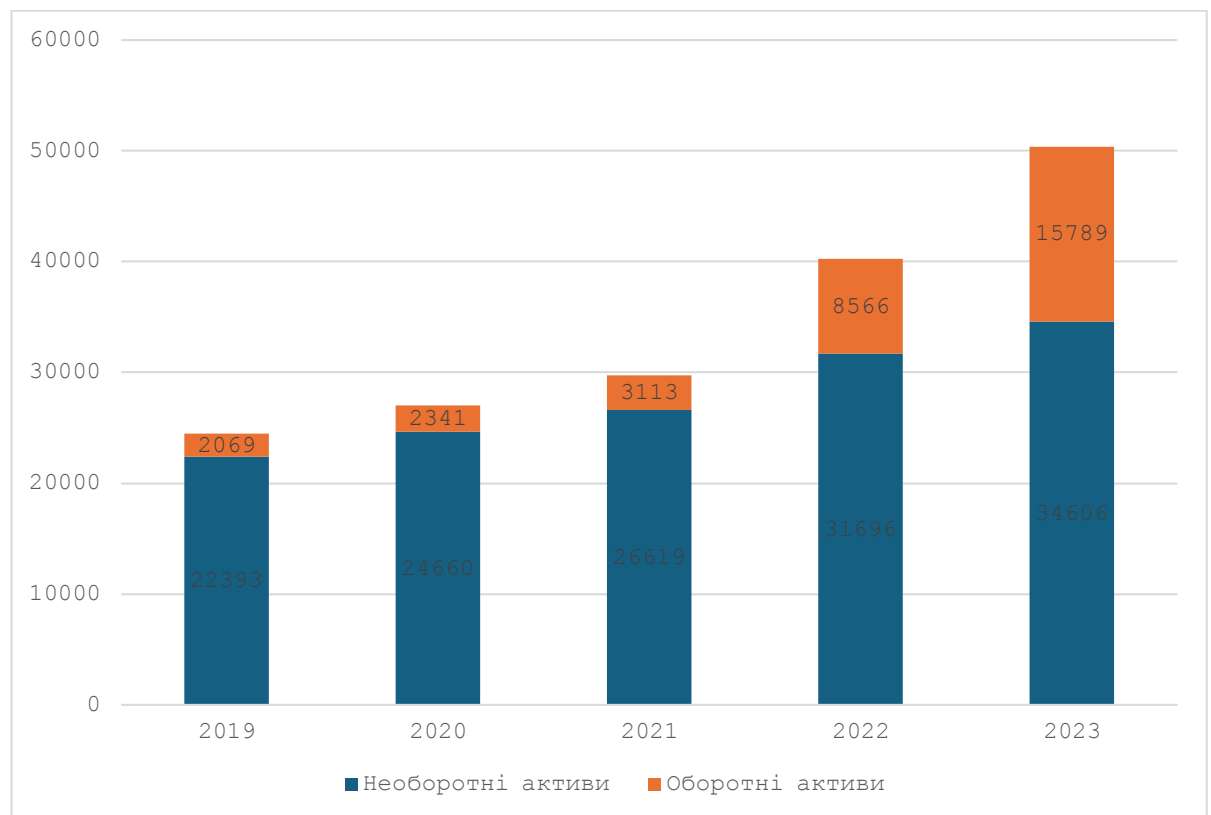


Рисунок 2.1. – Динаміка оборотних та необоротних активів ПрАТ «Київстар» за 2019-2023 рр., млн. грн.

Джерело: складено автором на основі [25]

З рисунку 2.1, можна чітко відзначити, що в період 2019-2023 років, відбувалося постійне зростання обсягів активів ПрАТ «Київстар». Якщо досліджувати необоротні активи, які переважали в загальній структурі активів, то протягом цих 5 років, їх обсяг збільшився на 12213 млн. грн. або на 54,53%.

Щодо питомої ваги необоротних активів в загальній структурі, то відзначимо, що якщо на початку 2019 року їх частка складала 91,54%, то станом на кінець 2023 року вона знизилась до 68,66%.

Щодо оборотних активів, то вони також показали позитивну динаміку в досліджуваному періоді, і відповідно збільшилися на 13720 млн. грн. або на 663,12%. Щодо питомої ваги в загальній структурі активів, то частка оборотних активів навпаки зросла із 8,45% у 2019 році до 31,33% у 2023 році, що свідчить про зростання їх важливості в діяльності компанії. В цілому ж, переважання необоротних активів в структурі загальних активів підприємства обумовлюється специфікою її діяльності, та переважанням нематеріальних активів та основних засобів в структурі активів в цілому. Слід детально розглянути структуру необоротних активів компанії ПрАТ «Київстар» в період 2019-2023 років. Її буде подано в наступній таблиці 2.1.

Таблиця 2.1. – Структура необоротних активів ПрАТ «Київстар» за 2019-2023 рр., млн. грн.

Показник	2019 р.	2020 р.	2021 р.	2022 р.	2023 р.	Відхилення	
						Абсолютне, млн. грн.	Відносне, у %
Нематеріальні активи	8162	8397	8585	8177	8547	385	4,71
Незавершені капітальні інвестиції	596	-	-	1303	1245	649	108,89
Основні засоби	12094	14653	16321	18148	21469	9375	77,51
Відстрочені податкові активи	403	358	144	159	-	-403	-
Інші необоротні активи	1136	1251	1568	3207	2580	1444	127,11
Усього необоротних активів	22393	24660	26619	31696	34 606	12213	54,53

Джерело: складено автором на основі [25]

Як видно з даних в таблиці 2.1, в структурі необоротних активів переважали саме основні засоби ПрАТ «Київстар», які в досліджуваному періоду зросли на 9375 млн. грн. або на 77,51%. Іншою за обсягом статтею є «Інші необоротні активи», які в досліджуваному періоді зросли на 1444 млн. грн. або на 127,11.

Аналогічно, слід проаналізувати структуру оборотних активів ПрАТ «Київстар» в аналогічному періоді 2019-2023 років. Її буде подано в наступній таблиці 2.2.

Таблиця 2.2. – Структура оборотних активів ПрАТ «Київстар» за 2019-2023 рр., млн. грн.

Показник	2019 р.	2020 р.	2021 р.	2022 р.	2023 р.	Відхилення	
						Абсолютне, млн. грн.	Відносне, у %
Запаси	65,9	46	37,4	65,1	140,7	74,8	113,5
Дебіторська заборгованість за продукцію,	720	664	872	2815,7	2052,2	1332,2	185,02
Дебіторська заборгованість за виданими авансами	69,5	87,9	150,4	241	167	97,5	140,2
Дебіторська заборгованість з бюджетом	54,4	72,1	73,7	62	110	55,6	102,2
Гроші та їх еквіваленти	898,07	1219,3	1707,7	4684,5	7372,6	6474,54	720,9
Поточні фінансові інвестиції	-	-	-	-	5695	5695	-
Інші оборотні активи	-	-	2,2	481	6,6	6,6	-
<i>Оборотні активи</i>	<i>1910</i>	<i>2220,7</i>	<i>3044,9</i>	<i>8566</i>	<i>15789</i>	<i>13879</i>	<i>726,64</i>

Джерело: складено автором на основі [25-26]

За даними в таблиці 2.2 можна зробити відповідні висновки, що протягом досліджуваного періоду 2019-2023 років, в структурі оборотних

активів ПрАТ «Київстар» переважали такі статті як «Гроші та їх еквіваленти», «Дебіторська заборгованість за продукцію та послуги», а також в 2023 році з'явилась стаття «Поточні фінансові інвестиції». В цілому ж, зростання статті «Гроші та їх еквіваленти» є позитивним фактором і свідчить про забезпечення ліквідності компанії в досліджуваному періоді.

Щодо обсягів дебіторської заборгованості, то дебіторська заборгованість за продукцію та послуги зросла за ці 5 років на 1332,2 млн. грн. або на 185,02%, а її частка в загальній структурі оборотних активів станом на кінець 2022 року склала 13%. Щодо інших статей дебіторської заборгованості, то їх питома вага в досліджуваному періоді була мінімальною.

Далі, для дослідження фінансового стану ПрАТ «Київстар» в період 2019-2023 років дослідимо динаміку та структуру доходів та витрат компанії. Дану динаміку буде подано в наступній таблиці 2.3.

Таблиця 2.3. – Динаміка та структура доходів та витрат ПрАТ «Київстар» за 2019-2023 рр., млн. грн.

Показники	2019 р.	2020 р.	2021 р.	2022 р.	2023 р.	Відхилення	
						Абсолютне, млн. грн.	Відносне, у %
1	2	3	4	5	6	7	8
Виручка від реалізації	22274	25041	28560	30900	33165	10891	48,89
Валовий прибуток	14521	16534	18900	17827	19112	4591	31,61
Собівартість продукції/послуг	7753	9659	8506	13073	14052	6299	81,2
Адміністративні витрати	1423	1686	1869	2357	2430	1007	70,76
Витрати на збут	1956	1967	2362	2556	2468	512	26,17
Інші операційні витрати	700	65	108	598	357	-343	-49

Продовження таблиці 2.3

1	2	3	4	5	6	7	8
Фінансовий результат до оподаткування	10628	12613	14101	11715	12925	2297	21,61
Витрати з податку на прибуток	-1666	-2243	-2670	-2198	-2382	-716	-42,97
<i>Чистий прибуток</i>	<i>8938</i>	<i>10322</i>	<i>11277</i>	<i>9516</i>	<i>10542</i>	<i>1604</i>	<i>17,94</i>

Джерело: складено автором на основі [25-26]

З даних в таблиці 2.3 можна зробити відповідні висновки, що протягом досліджуваного періоду, компанія ПрАТ «Київстар» залишилася доволі стабільною в фінансовому плані, забезпечуючи належний рівень прибутковості. Відзначимо, що здійснений аналіз показав, що незважаючи на позитивний фактор отримання чистого прибутку в кожен із років (і особливо важливим є цей факт в умовах військового стану), темпи приросту собівартості реалізованої продукції та послуг зростали швидше (+81,2%) аніж темпи приросту чистого доходу від реалізації продукції (+48,89%), що в цілому може засвідчувати на певні проблеми фінансового менеджменту.

Окрім цього, слід проаналізувати динаміку таких показників як EBIT& EBITDA протягом досліджуваного періоду. є ключовими показниками фінансового стану підприємств. Показники EBIT та EBITDA допомагають оцінити операційну ефективність та здатність генерувати прибуток, а також дозволяють проводити порівняння між компаніями в одній галузі. Вони є важливими інструментами фінансового аналізу, які допомагають менеджменту, інвесторам та кредиторам оцінити операційну ефективність, грошові потоки та фінансову стійкість підприємства. Вони забезпечують більш точну картину прибутковості основної діяльності компанії та дозволяють проводити об'єктивні порівняння між підприємствами.

Цю динаміку буде подано на наступному рисунку 2.2.

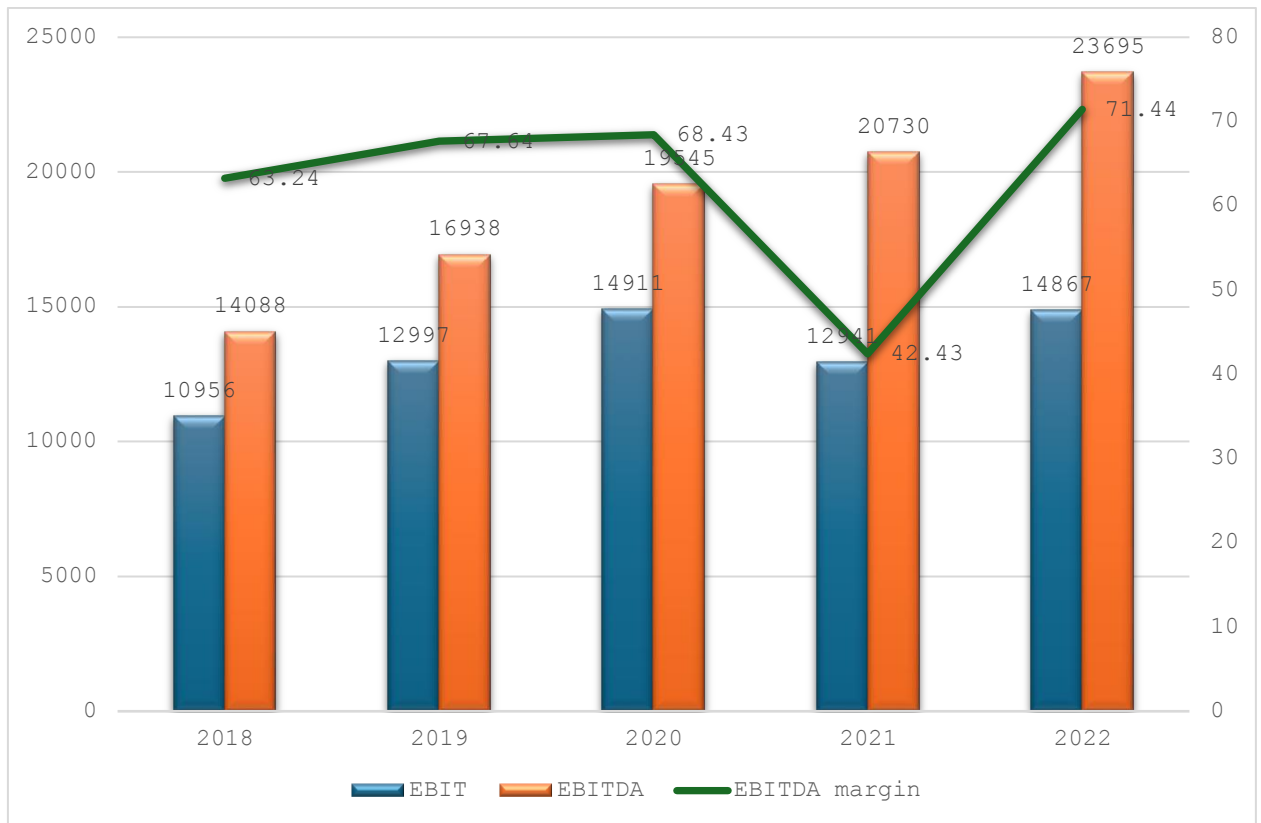


Рисунок 2.2. – Динаміка показників ЕВІТ та ЕВІТДА для ПрАТ «Київстар» за 2019-2023 рр., млн. грн.

Джерело: складено автором на основі [25-26]

З рисунку 2.2 видно, що протягом досліджуваного періоду обидва показники ЕВІТ та ЕВІТДА мали тенденцію до зростання, проте більш важливим є дослідження показника ЕВІТДА margin, яке мало просідання в 2022 році. Особливо, в третьому кварталі 2022 року підвищення тарифів на електроенергію на 33% порівняно з аналогічним періодом минулого року, 92 млн грн благодійних пожертвувань, а також програми підтримки персоналу та клієнтів мали значний вплив на ЕВІТДА та рентабельність за цим показником.

Також, важливим завданням є дослідження основних коефіцієнтів, які характеризують фінансовий стан ПрАТ «Київстар». Тому ми розрахували їх на основі фінансової звітності та внесли дані в наступну таблицю 2.4.

Таблиця 2.4. – Основні показники фінансового стану ПрАТ «Київстар» за 2019-2023 років

Показники	Нормативне значення	2019 р.	2020 р.	2021 р.	2022 р.	2023 р.	Відхилення, у в.п.
Коефіцієнт автономії	>0,5	0,56	0,42	0,41	0,54	0,64	0,08
Коефіцієнт маневреності	>0,5	0,61	0,46	0,46	0,69	0,93	0,33
Коефіцієнт фінансової стійкості	0.8-0.9	0,66	0,68	0,78	0,74	0,83	0,17
Коефіцієнт фінансової стабільності	> 1	1,27	0,73	0,71	1,19	1,72	0,55
Показник фінансового левириджу	<0,25	0,18	0,61	0,88	0,36	0,28	0,1

Джерело: складено автором на основі [25-26]

З розрахованих в таблиці 2.4 даних, можна засвідчитися в забезпеченні значного рівня фінансової стабільності ПрАТ «Київстар» протягом досліджуваного періоду 2019-2023 років. Розрахунок усіх коефіцієнтів, а саме коефіцієнту автономії, коефіцієнту маневреності, коефіцієнту фінансової стійкості, коефіцієнту фінансової стабільності та коефіцієнту фінансового левириджу, показав що всі вони знаходяться в межах нормативних значень станом на кінець 2023 року. Звичайно, з початком повномасштабного вторгнення певні фінансові показники були поза межами норм, але в цілому вони не викликали ніяких занепокоєнь та якихось радикальних дій з боку фінансового менеджменту компанії.

Здійснювана політика компанії в розрізі забезпечення фінансової стабільності в мінливих та кризових умовах ринку свідчить про її ефективність, про що можна сказати на основі здійснених розрахунків. Іншим важливим аспектом забезпечення фінансової стійкості компанії є забезпечення

належного рівня її ліквідності. В наступній таблиці 2.5 буде проаналізовано основні коефіцієнти ліквідності для досліджуваної компанії ПрАТ «Київстар» в період 2019-2023 років.

Таблиця 2.5 - Коефіцієнти ліквідності для ПрАТ «Київстар» за 2019-2023 рр.

Показники	Нормативне значення	2019 р.	2020 р.	2021 р.	2022 р.	2023 р.	Відхилення, у в.п.
Коефіцієнт поточної ліквідності	>1	2,27	1,73	1,71	3,05	3,63	-0,55
Коефіцієнт швидкої ліквідності	>0,6	0,274	0,267	0,481	3,05	3,61	0,23
Коефіцієнт абсолютної ліквідності	>0,2	0,127	0,156	0,277	0,45	1,37	0,15

Джерело: складено автором на основі [25-26]

З розрахованих нами даних стосовно коефіцієнтів ліквідності ПрАТ «Київстар» видно, що протягом досліджуваного періоду, усі розраховані значення коефіцієнту поточної ліквідності; коефіцієнту швидкої ліквідності та коефіцієнту абсолютної ліквідності знаходилися значно вище нормативних значень. Розраховані показники свідчать, що компанія може погасити усі свої короткострокові зобов'язання, маючи достатній обсяг оборотних активів. Особливо слід відзначити доволі високе значення коефіцієнту абсолютної ліквідності, який при нормативному значенні в 0,2, в 2022 та 2023 роках знаходився в межах 0,45 та 1,37 відповідно.

Також, актуальним завдання є дослідження показників рентабельності ПрАТ «Київстар», які будуть засвідчувати основні аспекти ефективності операційної діяльності компанії в період 2019-2023 років. Розрахунки цих показників подано в наступній таблиці 2.5.

Таблиця 2.5. – Основні показники рентабельності ПрАТ «Київстар» за 2019-2023 рр., у%

Показники	2019 р.	2020 р.	2021 р.	2022 р.	2023 р.	Відхилення
Рентабельність реалізованої продукції за операційним прибутком	46,87	46,57	55,02	37,5	77,4	30,53
Рентабельність активів	36,53	38,22	37,83	23,56	20,91	-15,62
Чиста рентабельність (рентабельність діяльності)	40,12	41,22	39,48	30,7	31,7	-8,42

Джерело: складено автором на основі [25-26]

З даних в таблиці 2.5 видно, що протягом досліджуваного періоду показники рентабельності досліджуваного ПрАТ «Київстар» знаходилися в межах нормативних значень, не дивлячись на те, що майже всі з них, окрім показника рентабельності реалізованої продукції за операційним прибутком мали негативну динаміку. Відзначимо, що протягом досліджуваного періоду, доволі високе значення мав коефіцієнт рентабельності активів (в різні роки його значення коливалося в межах 21-38%).

В цілому ж, здійснений нами аналіз фінансово-господарської діяльності ПрАТ «Київстар» протягом досліджуваного періоду 2019-2023 років показав доволі значну її ефективність. Нами було проаналізовано основні аспекти операційної та фінансової діяльності компанії, та визначено, що навіть в умовах військового стану (2022-2023 роки), ПрАТ «Київстар» продовжив свій висхідний тренд та навіть покращував певні фінансові показники та коефіцієнти. Окремо відзначимо, що навіть в період війни, показники чистого прибутку продовжили своє зростання, і негативні відхилення мають місце тільки по певним аспектам рентабельності.

2.2. Ключові пріоритети стратегії ПрАТ «Київстар» в управлінні власним капіталом

Ключові пріоритети стратегії ПрАТ «Київстар» у управлінні власним капіталом полягають в охопленні декількох важливих аспектів. Перш за все, компанія зосереджується на оптимізації структури капіталу, таким чином вона намагається досягти оптимального балансу між власними та борговими ресурсами, щоб відповідно знизити вартість капіталу і збільшити ринкову вартість. Важливим є також ефективне перерозподілення фінансових ресурсів для підтримки інновацій та розширення діяльності, зокрема через інвестиції в сучасні технології такі як 4G, Big Data та цифрові рішення.

ПрАТ «Київстар» багато уваги наділяє підтримці високого рівня ліквідності, що є критично важливим для забезпечення оперативної діяльності та здатності швидко реагувати на непередбачені витрати, особливо в умовах воєнного стану. Особлива увага приділяється соціальній відповідальності та прозорому корпоративному управлінні як ключовим елементам сталого розвитку та збереження корпоративної культури, що сприяє доданій вартості для акціонерів та покращенню оперативної ефективності.

Тепер, потрібно безпосередньо перейти до аналізу динаміки та структури власного капіталу ПрАТ «Київстар» у досліджуваному періоді 2019-2023 років (табл. 2.6.).

Як видно з даних в таблиці 2.6, протягом досліджуваного періоду, в структурі власного капіталу ПрАТ «Київстар» не було суттєвих змін – основна питома вага тут припадає на нерозподілений прибуток, який в більшій мірі формує власний капітал компанії.

Таблиця 2.6. – Динаміка та структура власного капіталу ПрАТ «Київстар» за 2019-2023 рр., млн. грн.

Показники	2019 р.	2020 р.	2021 р.	2022 р.	2023 р.	Відхилення	
						Абсолютне, млн. грн.	Відносне, у %
Зареєстрований (пайовий) капітал	654	654	654	654	654	-	-
Додатковий капітал	258	258	258	258	258	-	-
Емісійний дохід	102	102	102	102	102	-	-
Резервний капітал	132	132	132	132	132	-	-
Нерозподілений прибуток	12778	10362	11408	20935	31478	18700	146,34
Вилучений капітал	(370)	-	-	-	-	-	-
Усього власного капіталу	13686	11408	12454	21984	35527	21841	159,58

Джерело: складено автором на основі [25-26]

Якщо досліджувати інші статті, такі як зареєстрований капітал, додатковий капітал, емісійний дохід та резервний капітал, то їх обсяг залишався стабільним протягом усього досліджуваного періоду.

Проте на нашу думку, більш важливим є дослідження обсягів нерозподіленого прибутку, як основного «джерела наповнення» власного капіталу компанії. Його динаміку та темпи приросту подано на наступному рисунку 2.3.

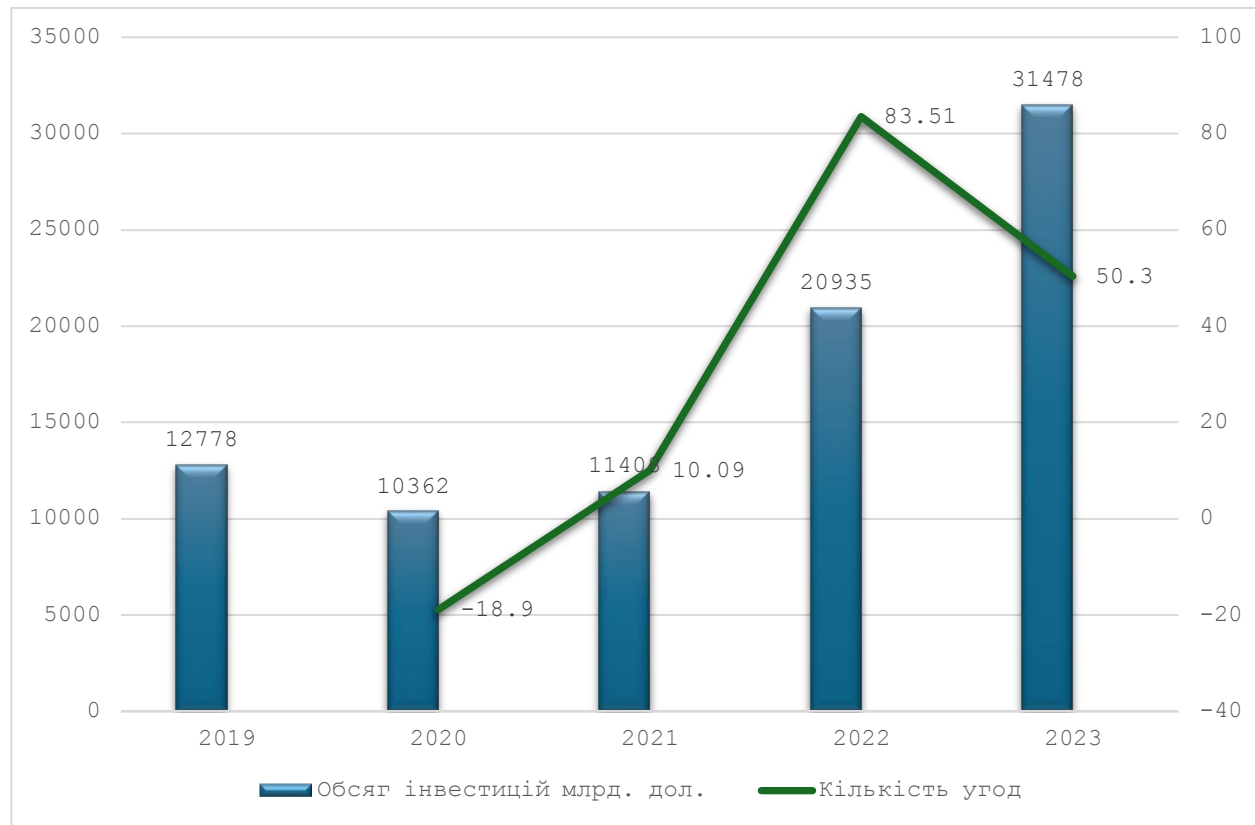


Рисунок 2.3. – Динаміка нерозподіленого прибутку ПрАТ «Київстар» за 2019-2023 рр., млн. грн.

Джерело: складено автором на основі [25-26]

З даних на рисунку 2.3 видно, що обсяги нерозподіленого прибутку ПрАТ «Київстар» мали тенденцію до певних коливань, проте слід відмітити, що за весь досліджуваний період, цей показник збільшився на 18700 млн. грн. або на 146,34%. Значні обсяги нерозподіленого прибутку в розрізі ПрАТ «Київстар» свідчать про стабільне фінансове положення компанії на сучасному ринку та її здатність генерувати значний прибуток.

Окрім цього, ПрАТ «Київстар» може використовувати цей нерозподілений прибуток для реінвестицій у стратегічні напрямки розвитку (розширення інфраструктури, інновації у сфері мобільних технологій та покращення якості послуг). Збереження прибутків замість їх розподілу серед акціонерів може бути частиною стратегії "Київстар" по забезпеченню достатнього капіталу для підтримки операційної діяльності та інвестиційних проектів без необхідності залучення додаткових зовнішніх ресурсів. Такий

підхід може відігравати ключову роль у підтримці стабільного росту компанії та її конкурентоспроможності на ринку.

Також, слід здійснити аналіз основних фінансових показників, які стосуються саме власного капіталу досліджуваної компанії ПрАТ «Київстар». В наступній таблиці 2.7 нами буде розраховано коефіцієнти оборотності власного капіталу, мультиплікатор капіталу та коефіцієнт рентабельності власного капіталу за чистим та валовим прибутком.

Таблиця 2.7. – Основні показники власного капіталу ПрАТ «Київстар» за 2019-2023 років

Коефіцієнт	2019 р.	2020 р.	2021 р.	2022 р.	2023 р.	Відхилення, у в.п.
Коефіцієнт рентабельності власного капіталу (за чистим прибутком),%	0,65	0,9	0,9	0,43	0,32	-0,33
Коефіцієнт рентабельності власного капіталу (за валовим прибутком),%	1,06	1,44	1,51	0,81	0,58	-0,48
Коефіцієнт оборотності власного капіталу	1,62	2,19	2,29	1,4	1,01	-0,61
Мультиплікатор капіталу	1,78	2,36	2,39	1,83	1,54	-0,24

Джерело: складено автором на основі [25-26]

Якщо досліджувати показник рентабельності власного капіталу за чистим та валовим прибутком, то в динаміці спостерігається негативна тенденція: відтак, показник рентабельності власного капіталу за чистим прибутком мав тенденцію до зменшення на 0,33 в.п. за 5 років, а показник рентабельності власного капіталу за валовим прибутком зменшився на 0,48 в.п.

Щодо коефіцієнту оборотності капіталу, то цей коефіцієнт показує ефективність використання власного капіталу підприємства, і на прикладі ПрАТ «Київстар» можна відзначити, що він мав висхідну тенденцію в період 2019-2021 років, проте в зв'язку із військовими діями та загальним

зменшенням рівня прибутковості він зменшився в період 2022-2023 років. В цілому ж за 5 років, показник оборотності капіталу для ПрАТ «Київстар» зменшився на 0,61 в.п., що в цілому свідчить про зменшення рівня ефективності використання власного капіталу компанії.

Наступним показником є мультиплікатор капіталу, який виступає як відображення фінансового левереджу компанії. Даний коефіцієнт демонструє, скільки активів може генерувати одна гривня власного капіталу, тобто коштів, що належать власникам компанії, а також визначає, яку частку загальних ресурсів банку можуть складати боргові зобов'язання. В цілому, для ПрАТ «Київстар», даний показник також мав тенденцію до зменшення за ці 5 років на 0,24 в.п. В цілому, зростання даного показника також означає більші можливості для здійснення виплат акціонерам, в той час як його зavelика значення може свідчити про потенційну можливість банкрутства.

Також, слід розрахувати здійснити факторний аналіз рентабельності власного капіталу (Return on Equity, ROE) дозволяє розкласти цей показник на складові частини і виявити основні фактори, які впливають на його рівень. Одним з найпоширеніших методів факторного аналізу є модель Дюпона. Модель Дюпона дозволяє детально розглянути, як операційна ефективність, ефективність використання активів і фінансова структура впливають на рентабельність власного капіталу.

Модель Дюпона розкладає ROE на три компоненти:

$$ROE = Net Profit Margin \times Asset Turnover \times Equity Multiplier \quad (2.1)$$

Для проведення факторного аналізу ROE за моделлю Дюпона потрібно розглянути кожен з цих компонентів окремо:

Для розрахунку рентабельності власного капіталу (ROE) за моделлю Дюпона, необхідно визначити три складові компоненти: чистий прибуток, оборотність активів та коефіцієнт власного капіталу. Використаємо надані дані для розрахунків: чистий прибуток за 2023 рік - 10,542 млн. грн.; дохід - 33,165 млн. грн.; середні загальні активи - 45,328,5 млн. грн.; середній власний капітал - 28755,5млн. грн.

$$ROE=0,3178 \times 0,7315 \times 1,576 = 36,58\%$$

Високе значення ROE свідчить про ефективне використання власного капіталу для отримання прибутку. Висока чиста маржа показує, що компанія ефективно управляє своїми витратами. Низький показник оборотності активів вказує на можливості для покращення використання активів для генерації доходу. Високий коефіцієнт власного капіталу показує, що компанія ефективно використовує позиковий капітал для збільшення своєї прибутковості.

Як висновок слід відзначити, що стратегія стосовно управління власним капіталом ПрАТ «Київстар» має доволі стратегічний характер, який направлений на поповнення обсягів власного капіталу значними сумами з нерозподіленого прибутку. Компанія успішно підтримує високий рівень ліквідності та фінансової стійкості, що є критично важливим у воєнний час і періоди економічної нестабільності. Це дозволяє їй не тільки адаптуватися до мінливих умов ринку, але й інвестувати у новітні технології та розширення бізнесу без значного залучення зовнішнього фінансування.

Окрім того відзначимо, що за рахунок накопичення значних обсягів нерозподіленого прибутку, дозволяє «Київстар» зміцнювати свої позиції на ринку, фінансувати стратегічні ініціативи внутрішніми ресурсами та забезпечувати підвищену віддачу акціонерам у довгостроковій перспективі. Робота фінансового менеджменту ПрАТ «Київстар» є вкрай ефективною, оскільки враховує потреби як внутрішнього розвитку компанії, так і очікування акціонерів, що забезпечує стабільність розвитку компанії у динамічному секторі телекомунікацій.

2.3. Боргова політика ПрАТ «Київстар» та її особливості

Дослідження боргової політики ПрАТ «Київстар» дозволяє глибше зрозуміти, як великі телекомунікаційні компанії в Україні управляють своїми фінансовими зобов'язаннями та використовують залучені кошти для розширення діяльності та модернізації інфраструктури. Аналіз боргових зобов'язань та їх структури дозволяє оцінити не лише фінансову стабільність компанії, але й її стратегічні пріоритети у виборі джерел фінансування. Особливо актуальним це питання є в умовах військового стану, коли питання оптимізації структури капіталу стає вкрай важливим, і тому визначення раціонального співвідношення власного та боргового капіталу є вкрай релевантним. В даному параграфі, нами буде розглянуто особливості боргової політики «Київстар», а саме як компанія балансує між необхідністю підтримки операційної ефективності та забезпеченням достатнього рівня ліквідності для зустрічі поточних та майбутніх витрат.

Окрім цього, в рамках визначення основних стратегій боргової політики компанії, актуальним також залишається питання співвідношення короткострокових та довгострокових зобов'язань, адже в сучасних умовах господарювання, переважання довгострокових зобов'язань над короткостроковими є більш зручним для бізнес-організація, оскільки дозволяє управляти боргом більш ефективніше в рамках довгострокової перспективи.

Для початку, ми проаналізуємо склад та структуру короткострокових зобов'язань ПрАТ «Київстар» протягом досліджуваного періоду 2019-2023 років. Дану інформацію подано в наступній таблиці 2.8.

З даних в таблиці 2.8 можна відзначити, що протягом досліджуваного періоду, динаміка короткострокових зобов'язань ПрАТ «Київстар» мала тенденцію до помірних коливань. Відтак, в період 2019-2021 років, вона мала низхідну тенденцію, проте ситуація змінилася в 2022 році, коли за рахунок зростання таких статей як «Інші поточні зобов'язання» та «Поточна

кредиторська заборгованість за: товари, роботи і послуги», обсяг короткострокових зобов'язань зріс на 3973 млн. грн. або на 62,1%, проте вже в 2023 році ситуація дещо змінилася, і їх обсяг знову зменшився.

Таблиця 2.8. – Динаміка та структура короткострокових зобов'язань ПрАТ «Київстар» за 2019-2023 рр., млн. грн.

Показник	2019 р.	2020 р.	2021 р.	2022 р.	2023 р.	Відхилення	
						Абсолютне, млн. грн.	Відносне, у %
Короткострокові кредити банків	-	140	59	777,4	89,9	89,9	-
Поточна кредиторська заборгованість за: товари, роботи і послуги	1148	1489	1946	3654	3208	2069	179,44
- за розрахунками з бюджетами	945	1033	1124	1024	653	-292	-30,89
- з податку на прибуток	618	653	660	516	474	-144	-23,01
- одержаними авансами	692	744	851	968	1021	329	47,54
- розрахунки з учасниками	3484	3096	-	-	-	-	-
Поточні забезпечення	105	100	185	170	209	104	99,04
Доходи майбутніх періодів	650	727	788	848	852	202	31,07
Інші поточні зобов'язання	1218	1286	1426	2912	3410	2192	179,9
Усього короткострокових зобов'язань	8253	8582	6395	10368	9521	1268	15,36

Джерело: складено автором на основі [25-26]

Якщо в цілому говорити, то протягом досліджуваного періоду, обсяг короткострокових зобов'язань ПрАТ «Київстар» мав загальну тенденцію до незначного зростання на 1268 млн. грн. або на 15,36%.

Також відзначимо, що в 2022 році, компанія значно збільшилася обсяг використання короткострокового банківського кредитування, адже у порівнянні із 2021 роком, його обсяги зросли більш ніж на 700 млн. грн. або в 9 разів. Це могло бути обумовлено появою форс-мажорних ситуація в зв'язку із військовим станом в країні та потребою у значному обсязі фінансових ресурсів.

Зростання обсягу поточних забезпечень та доходів майбутніх періодів, також можуть вказувати на консервативний підхід у фінансовому плануванні, що спрямований на забезпечення стабільності і готовності до фінансування несподіваних потреб.

В цілому ж, ПрАТ «Київстар» протягом досліджуваного періоду демонстрував обережний підхід до управління короткостроковими зобов'язаннями, використовуючи їх як інструмент для забезпечення оперативних потреб та підтримки гнучкості у фінансовій стратегії.

Однак, фінансовому менеджменту потрібно ретельно стежити за рівнем короткострокових зобов'язань, щоб уникнути потенційного тиску на ліквідність та фінансову стабільність компанії в умовах мінливого економічного середовища.

Аналогічно, слід проаналізувати динаміку та структуру довгострокових зобов'язань ПрАТ «Київстар» за досліджуваний нами період 2019-2021 рр. (таблиця 2.9.)

Таблиця 2.9. – Динаміка та структура довгострокових зобов’язань ПрАТ «Київстар» за 2019-2023 рр., млн. грн.

Показники	2019 р.	2020 р.	2021 р.	2022 р.	2023 р.	Відхилення	
						Абсолютне, млн. грн.	Відносне, у %
Пенсійні зобов’язання	23	26	24	29	37	14	60,86
Довгострокові кредити банків	-	3870	6934	1411	-	-	-
Інші довгострокові зобов’язання	2286	2934	3681	6344	8040	5754	251,1
Довгострокові забезпечення:	213	180	315	236	254	41	19,24
з них виплати персоналу	5	-	-	-	-	-5	-
Усього довгострокових зобов’язань	2523	7012	10955	8022	8347	5824	230,83

Джерело: складено автором на основі [25-26]

З даних в таблиці 2.9 можна зробити відповідні висновки, що протягом досліджуваного періоду, ПрАТ «Київстар» також активно використовував довгострокові зобов’язання. В цілому, за ці 5 років, їх обсяг збільшився на 5824 млн. грн. або на 230,83%. Якщо досліджувати більш детальніше структуру довгострокових зобов’язань ПрАТ «Київстар», то в ній переважають такі статті як «Інші довгострокові зобов’язання» та «Довгострокові кредити банків». Цікавим є той факт, що протягом військових дій, ПрАТ «Київстар» став рідше використовувати довгострокове кредитування банків в цілому, адже в 2022 році у порівнянні із 2021 роком їх обсяг зменшився на 5526 млн. грн., а в 2023 році дана стаття взагалі була відсутньою в фінансовій звітності.

Саме тому, з цієї точки зору актуальним завдання є порівняння обсягу використання ПрАТ «Київстар» короткострокового та довгострокового кредитування банками. Цю інформацію за аналогічний період 2019-2023 років подано на наступному рисунку 2.4.



Рисунок 2.4 – Порівняння обсягів короткострокового та довгострокового кредитування банками ПрАТ «Київстар» за 2019-2023 рр., млн. грн., та

Джерело: складено автором на основі [25-26]

З даних на рисунку 2.4 можна зробити відповідні висновки, що в 2019 році ПрАТ «Київстар» взагалі не використовував боргове фінансування за рахунок банківських установ, проте в 2020 році ситуація змінилася, і обидва досліджувані індикатори зросли. Проте якщо порівнювати загальні обсяги, то довгострокове кредитування використовувалося в більших об'ємах, що є більш логічним для такого великого підприємства як ПрАТ «Київстар».

Проте, використання кредитних ресурсів в сучасних умовах господарювання є вкрай важливим аспектом для всіх бізнес-структур, адже неможливо фінансувати власну діяльність лише за рахунок власного капіталу. І тому, як вже було зазначено, оптимізація структури капіталу в даному аспекті є вкрай важливим завданням.

Також, слід здійснити розрахунок коефіцієнтів, які в тій чи іншій мірі характеризують боргову політику ПрАТ «Київстар». Нами буде розраховано Коефіцієнт оборотності кредиторської, строк погашення кредиторської заборгованості, а також співвідношення всіх зобов'язань підприємства до обсягу власного капіталу. Цю інформацію буде подано в наступній таблиці 2.10.

Таблиця 2.10. – Показники ефективності використання боргового капіталу ПрАТ «Київстар» за 2019-2023 рр.

Коефіцієнт	2019 р.	2020 р.	2021 р.	2022 р.	2023 р.	Відхилення, у в.п.
Коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості	2,06	1,06	1,64	1,68	1,75	-0,31
Строк погашення кредиторської заборгованості	0,71	0,61	0,49	0,71	0,74	0,03
Відношення зобов'язань до власного капіталу	0,78	1,36	1,39	0,83	0,58	-0,2
Співвідношення короткострокової дебіторської та кредиторської заборгованості	0,12	0,11	0,23	0,5	0,43	0,31

Джерело: складено автором на основі [25-26]

Розрахунок здійснених коефіцієнтів свідчить, що, коефіцієнт оборотності кредиторської заборгованості, який розраховується як відношення чистої виручки від реалізації продукції до середньорічної величини кредиторської заборгованості і показує відповідно швидкість обертання кредиторської заборгованості підприємства, свідчить що ПрАТ «Київстар»

протягом досліджуваного періоду. В цілому, незначне відхилення даного індикатора може свідчити про зміни умов оплати з постачальниками.

Строк погашення кредиторської заборгованості збільшився, проте в незначному обсязі, що вказує на більш лояльне відношення кредиторів ПрАТ «Київстар». В той же час, фінансовий менеджмент компанії може використовувати більш довші кредитні періоди для покращення власної фінансової позиції. Стосовно відношення зобов'язань до власного капіталу то воно в період 2019-2023 років зменшилося, що свідчить про зміцнення позицій власного капіталу компанії і відповідно зменшення її залежності від зовнішнього фінансування.

Нарешті, співвідношення короткострокової дебіторської і кредиторської заборгованості значно зросло, що вказує на покращення платіжного балансу та керування обіговими коштами, збільшення оборотних активів, що допомагає компанії зберігати стабільність у своїх фінансових операціях. Незважаючи на те, що оптимальне значення даного індикатора знаходиться в межах 1, його позитивна динаміка свідчить про намагання фінансового менеджменту компанії і надалі покращувати це співвідношення.

Також, слід розрахувати значення показника фінансового важелю. У відповідності до теоретичних положень та формули 1.4, здійснимо розрахунки для ПрАТ «Київстар» за останні 3 роки (2021-2023 рр.)

Коефіцієнт рентабельності активів нами вже було розраховано в таблиці 2.5, відсоток за використання позичкового капіталу розраховується як відношення фінансових витрат до обсягу позичкового капіталу. За допомогою цих значень розрахуємо значення фінансового важелю за 2021-2023 рр.

$$ЕФВ_{2021} = (1 - 0,18) * (0,3783 - 0,0646) * 0,39 = 18,46 \%$$

$$ЕФВ_{2022} = (1 - 0,18) * (0,2356 - 0,0666) * 0,83 = 16,56 \%$$

$$ЕФВ_{2023} = (1 - 0,18) * (0,2091 - 0,1029) * 0,5 = 17,31\%$$

Здійснені розрахунки свідчать, що значення показника ЕФВ залишається відносно стабільною, хоча спостерігаються певні коливання (в цілому показник ЕФВ зменшився на 1,15%). Згідно з американськими фінансистами,

оптимальний рівень фінансового левериджу складає від 30% до 50%. Для українських підприємств досягнення такого рівня є складним завданням через високі відсоткові ставки за кредитами. Проведені розрахунки показують, що зі збільшенням частки позикових коштів у загальній сумі капіталу ПрАТ «Київстар» зростає рівень прибутку, проте також важливим чинником залишається показник рентабельності активів.

Як висновок, слід відзначити, що ефективне співвідношення власного капіталу та боргових зобов'язань в період військового стану дає змогу бізнес організаціям не тільки забезпечувати фінансову стабільність, але й ефективно реагувати на поточні виклики, оптимізуючи свою структуру капіталу. Використання довгострокових зобов'язань дозволило ПрАТ «Київстар» утримувати збалансоване співвідношення з власним капіталом, що підкреслює довготривалу стратегію фінансового зростання. Однак, враховуючи значне збільшення короткострокових зобов'язань у 2022 році, компанія має бути обережною з подальшим залученням короткострокових боргів для забезпечення ліквідності.

Здійснений нами аналіз показав, що ПрАТ «Київстар» протягом досліджуваного періоду 2019-2023 років, доволі активно використовував різноманітні джерела фінансування для підтримки своєї операційної діяльності і розширення, що в цілому свідчить про гнучкий підхід фінансового менеджменту компанії до його управління. Систематичний аналіз структури боргових зобов'язань і їх впливу на загальну фінансову стійкість дозволяє компанії доволі ефективно управляти фінансовими ризиками, що є особливо важливим в умовах військового стану. Таким чином, раціональне співвідношення довгострокових і короткострокових зобов'язань, збереження адекватного рівня ліквідності та стратегічне планування фінансових ресурсів забезпечують компанії не тільки виживання, але й можливість для стратегічного розвитку і здійснення капітальних інвестицій.

РОЗДІЛ 3

НАПРЯМКИ УДОСКОНАЛЕННЯ СТРУКТУРИ КАПІТАЛУ ПІДПРИЄМСТВА

3.1. Оптимізація показника WACC як ключового чинника в прийнятті управлінських рішень

Здійснений нами аналіз показав, що незважаючи на поточну ситуацію в країні, досліджувана нами компанія ПрАТ «Київстар» залишалася стабільною і змогла зберегти свою конкурентну позицію на ринку в цілому. В той же час, здійснений нами аналіз показав, що в розрізі розрахунку певних коефіцієнтів, існують певні прогалини в фінансовому управлінні. Саме тому, актуальним для нас завданням є розрахунок показника середньозваженої вартості капіталу. Підприємства і компанії створюють цінність для акціонерів, за рахунок забезпечення відповідного рівня прибутковості на інвестований капітал, яка є вищою аніж вартість даного капіталу. Показник середньозваженої вартості капіталу (WACC) – це відповідне вираження даної вартості. На значення середньозваженої вартості капіталу впливають рівень ліквідності та фінансовий важіль. Формулу для розрахунку середньозваженої вартості візьмемо з теоретичної частини нашої роботи (форму 1.3 з п.п. 1.3). Проте для початку, нам необхідно розрахувати і інші дані, для визначення даного показника.

В наступній таблиці 3.1. подано основні статистичні дані для розрахунку середньозваженої вартості капіталу та її складових для ПрАТ «Київстар» в період 2021-2023 років.

Таблиця 3.1 – Початкові дані для розрахунку середньозваженої вартості капіталу для ПрАТ «Київстар» за 2021-2023 років

Показник	2021 р.	2022 р.	2023 р.
Власний капітал, млн. грн.	12454	21984	32527
Частка власного капіталу, у %	41,77%	54,46%	64,54%
Борговий капітал, млн. грн.	17350	18390	18868
Частка позичкового капіталу, у %	58,23%	45,54%	37,43%
Валюта балансу, млн. грн.	29794,17	40375	50396,2
Ставка податку на прибуток, у %	18	18	18

Джерело: складено автором на основі [25-26]

Далі, нашим основним завдання є визначення вартості власного капіталу для ПрАТ «Київстар» в аналізований період. Оскільки досліджувана нами компанія є приватним акціонерним товариством, і її акції не знаходяться у вільному обігу на фондовому ринку, даний розрахунок ускладнюється через додаткові розрахунки. Перш за все, ми будемо використовувати наступну формулу для визначення ставки залучення власного капіталу для ПрАТ «Київстар»:

$$K_{вк} = R_{fr} + MRP \cdot \beta + CRP, \quad (3.1)$$

де R_{fr} – безризикова ставка, яка береться на основі доходності державних облігацій США з терміном на 10 років. Сутність безризикової ставки полягає у вимірюванні доходності інвестицій з нульовим рівнем ризику та гарантованим доходом. За основу тут береться рівень доходності довгострокових облігацій США (10-річні облігації),

MRP (market risk premium) – це премія за ризик інвестування в акції, вона розраховується як різницю між прибутковістю, очікуваною від інвестицій в

диверсифікований портфель акцій, і прибутковістю вкладення в безризикові цінні папери. Премію за ризик інвестування в акції можна розглядати як оцінку інвесторами додаткового ризику акцій, як класу інвестиційних активів.

CRP (country risk premium)— додаткова премія за ризик інвестування коштів на ринку капіталів конкретної країни, %. Ця ставка розраховується за рахунок множення спреду дефолту на показник відношення волатильності фондового ринку до волатильності державних облігацій, які використовуються для визначення спреду дефолту.

Дослідження стосовно розрахунку MRP & CRP, представлені на сайті NYU Stern. Відтак, провідний фінансовий аналітик Асват Дамодаран, виконує розрахунки CRP та MRP для різних країн і фіксує їх на власному цьому вебсайті. В умовах військового стану, обидві ці показники значно зросли для України. Якщо досліджувати показник MRP, то за досліджуваний період, премія за ризик для України склала відповідно 10% у 2021 році, 20% у 2022 році та 22% у 2023 році. Стосовно показника CRP, то його значення відповідно склало 5,46%, 13,98% та 17,55% у аналогічний період 2021-2023 років [27].

Якщо говорити про коефіцієнт бета, то його *unleveraged* значення для телекомунікаційної галузі у розділі *Emerging Markets* (куди входить Україна) також розрахований на сайті A. Damodaran [50], і відповідно в аналізованому періоді дорівнює 2021 р. – 0,91, 2022 р. – 0,93, 2023 р. - 0,95. Це значення *unlevered* бета, а саме без урахування ефекту ризику фінансового левериджу. Тобто по факту, β_u не враховує ризик структури капіталу досліджуваної компанії, і нам необхідно розрахувати показник бета *levered*, що уже буде ураховувати ризик структури капіталу. В цьому випадку ми будемо використовувати наступну формулу:

$$\beta_{lev} = \beta_{un} * (1 + (1 - s) * D / E) \quad (3.2)$$

Наступні дані для розрахунку ставки залучення власного капіталу наведені в табл. 3.2.

Таблиця 3.2 – Показники розрахунку ставки залучення власного капіталу для ПрАТ «Київстар» за 2021-2023 рр., у %

Показник	2021 р.	2022 р.	2023 р.
β_{un}	0,91	0,93	0,95
β_{lev}	1,94	1,56	1,4
MRP	10%	20%	22%
CRP	5,46%	13,98%	17,55%
Re	26,52%	49,02%	52,76%

Джерело: складено автором на основі [27-28]

Якщо говорити про вартість залучення боргового капіталу, то для досліджуваного ПрАТ «Київстар» вона буде розрахована за наступною формулою:

$$R_d = \frac{\text{Фінансові витрати}}{\text{Балансова вартість позиченого капіталу}} * 100\% \quad (3.3.)$$

Розрахунки стосовно вартості боргового капіталу для ПрАТ «Київстар» подано в наступні таблиці 3.3.

Таблиця 3.3 – Розрахунок ставки залучення боргового капіталу для ПрАТ «Київстар» за 2021-2023 років, у %

Показник	2021 р.	2022 р.	2023 р.
Фінансові витрати	1121	1226	1942
Борговий капітал	17350	18390	18868
R_e	6,46%	6,66%	10,29%

Джерело: складено автором на основі [25-26]

На основі здійснених розрахунків, та використовуючи формулу 1.3, здійснимо розрахунок показника середньозваженої вартості капіталу для

досліджуваної компанії ПрАТ «Київстар» в аналізованому періоді 2021-2023 років (таблиця 3.4).

Таблиця 3.4 – Показники розрахунку середньозваженої ставки вартості капіталу ПрАТ «Київстар» за 2021-2023 рр., у %

Показник	2021 р.	2022 р.	2023 р.
R_d , %	6,46%	6,66%	10,29%
R_e , %	26,52%	49,02%	52,76%
D , %	58,23%	45,54%	37,43%
E , %	41,77%	54,46%	64,54%
S , %	18,0	18,0	18,0
WACC, %	14,21	29,17	37,21

Джерело: складено автором на основі [25-28]

З даних в таблиці 3.4 можна зробити відповідні висновки щодо значення середньозваженої вартості фінансування для досліджуваної компанії ПрАТ «Київстар» протягом досліджуваного періоду 2021-2023 років:

- в першу чергу, відмітимо що значно змінилася структура фінансування, і компанія ПрАТ «Київстар» значно змістила свої стратегічні орієнтири в напрямку використання власного капіталу в більшому обсязі;

- за ці 3 роки, середньозважена вартість капіталу для ПрАТ «Київстар» зросла більш ніж в 2 рази, або на 23%, що в цілому є негативним явищем і свідчить про зростання вартості використання фінансових ресурсів компанією. Саме тому, актуальним завданням залишається вивчення можливостей компанії ефективно працювати за рахунок власних джерел покриваючи при цьому свою поточну та довгострокову заборгованість не втрачаючи запаси фінансової стійкості;

- значне зростання вартості власного капіталу викликане в першу чергу військовими діями на території нашої держави та зростанням показників CRP

та MRP, які відповідно сформовані через побоювання інвесторів здійснювати будь які вкладення на території нашої держави;

- щодо вартості залучення боргового капіталу, то вона також збільшилася протягом досліджуваного періоду на 3,83%, і враховуючи загальне зменшення використання боргового капіталу, це свідчить про зростання боргового навантаження. Але в цілому, вартість залученого капіталу є значно нижчою аніж власного.

Методика оптимізації структури капіталу, яка зосереджується на мінімізації його вартості, включає детальний аналіз вартості власного та позикового капіталу під різні економічні сценарії. Це здійснюється через проведення множинних розрахунків середньозваженої вартості капіталу для визначення реальної ринкової вартості підприємства. В контексті сучасних практик оптимізації, для ПрАТ «Київстар» рекомендується здійснення інтегрованих заходів, спрямованих на оптимальне співвідношення складових капіталу.

В першу чергу, такий ефективний підхід полягає в одночасному зростанні рентабельності власного капіталу компанії та зниженні середньозваженої вартості капіталу, приділяючи особливу увагу останньому для досягнення оптимальності. Визначення ідеальної структури капіталу, яка забезпечить найвигіднішу ставку середньозваженої вартості капіталу та оптимальний рівень фінансового левериджу, стає ключовим завданням для ПрАТ «Київстар».

За рахунок здійснених розрахунків середньозваженої вартості капіталу для ПрАТ «Київстар» в період 2021-2023 років, ми можемо використати дані 2023 року для розрахунку середньозваженої вартості капіталу компанії в розрізі різних часток власного та боргового капіталу. Дану інформацію подано в наступній таблиці 3.5.

Таблиця 3.5 – Оптимізація показника WACC для ПрАТ «Київстар» при його різній структурі, враховуючи показники 2023 року.

Показники	Варіанти розрахунку						
	2	3	4	5	6	7	8
Умовна потреба в капіталі для ПрАТ «Київстар»	100	100	100	100	100	100	100
Варіанти структури капіталу, %							
А) власний капітал	20	30	40	50	60	70	80
Б) позиковий капітал (банківське кредитування)	80	70	60	50	40	30	20
Вартість власного капіталу, %	52,76	52,76	52,76	52,76	52,76	52,76	52,76
Вартість позикового капіталу, %	10,29	10,29	10,29	10,29	10,29	10,29	10,29
Ставка податку на прибуток	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18
WACC, %	17,3	21,73	26,17	30,6	35,03	39,46	43,9

Джерело: складено автором на основі [25-28]

Як видно зі здійснених розрахунків в таблиці 3.5, зменшити середньозважену вартість капіталу в наступних періодах без значних ризиків для досліджуваної компанії ПрАТ «Київстар» можна, якщо збільшити частку позикового капіталу в межах 60-70%. В даному випадку показник WACC буде варіюватися в межах 21-26%, що є значно нижчим показником, аніж 37,21%, станом на кінець 2023 року.

Розраховані нами дані щодо середньозваженої вартості капіталу, дозволяють нам зробити відповідно висновки, стосовно погіршення ефективності управління капіталом на ПрАТ «Київстар» в період 2021-2023 років. За ці 3 роки, значення WACC зросло аж на 23%, і основною причиною цього стало акцентування менеджменту компанії на використанні власного капіталу та зростанні його питомої ваги в загальній структурі, а також значним збільшенням вартості його використання. Військовий стан негативно впливає

на діяльність усіх без виключення суб'єктів господарювання, і питання управління капіталом підприємств в даному плані не є виключенням. Погіршення рейтингів нашої держави та відповідне побоювання інвесторів здійснювати вливання в нашу економіку, збільшили рейтинги CRP та MRP, що негативно впливає на вартість власного капіталу. Саме тому, в умовах військового стану, питання оптимізації структури капіталу стає ще більш актуальним. В розрізі ПрАТ «Київстар», як показало дослідження, можливим виходом із ситуації є підвищення питомої ваги боргового капіталу, який має більш низьку вартість залучення.

3.2. Напрями нівелювання негативного впливу макросередовища на політику управління структурою капіталу підприємств в Україні

Здійснені нами дослідження показало, що для успішного управління структурою капіталу в сучасних макроекономічних умовах необхідно розуміти і також володіти інструментами фінансового менеджменту. Вітчизняні підприємства стикаються з численними зовнішніми викликами, якими є економічні коливання, політична нестабільність та законодавчі нововведення, які змушують керівництво підприємств переглянути свої стратегії управління фінансами, для того, щоб забезпечити стале зростання та стабільність розвитку всього підприємства.

Стає очевидним, що необхідною стає розробка ефективних стратегій для зниження негативного впливу макросередовища на фінансову стабільність компаній. Використання методів фінансового моделювання, таких як середньозважена вартості капіталу та інших інструментів, допомагає підприємствам раціонально використовувати власні ресурси та досягати

оптимального балансу між прибутковістю та ризиками, що збільшує загальну вартість підприємства [29-30].

Проблеми управління капіталом бізнес-організацій та визначення його оптимальної структури під час військового стану пов'язані з новими викликами та масштабними загрозами, що можуть значно вплинути на їх функціонування та стабільний розвиток. Їх можна систематизувати графічно на рисунку 3.1.

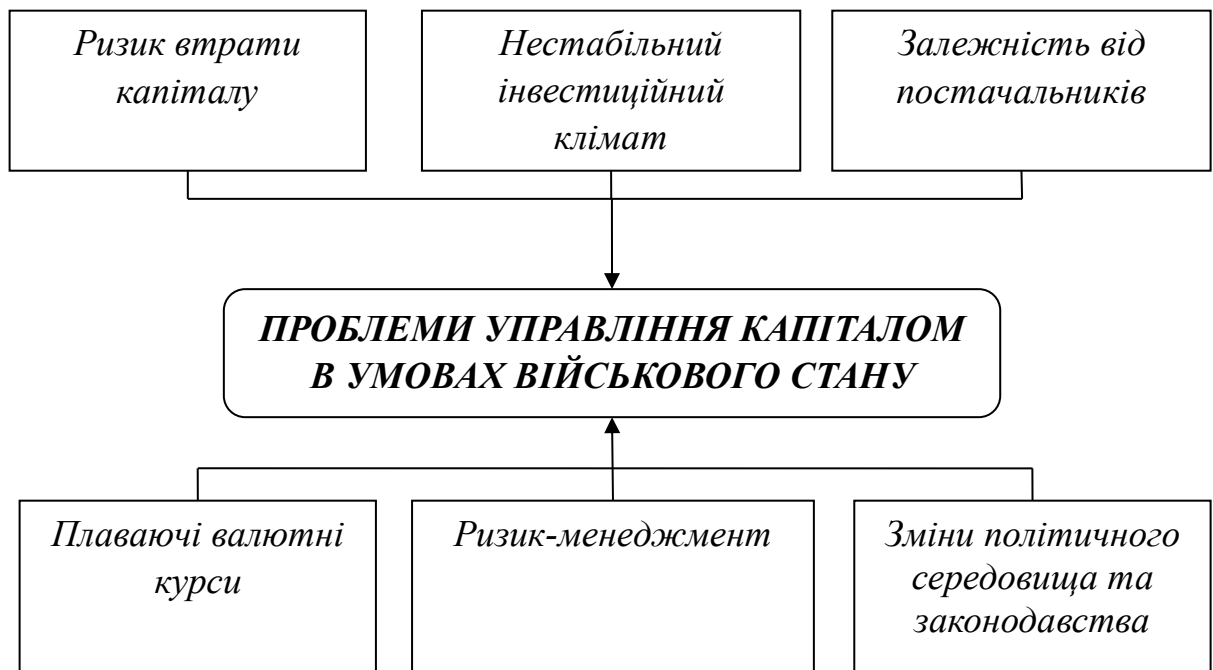


Рисунок 3.1. – Основні проблеми управління капіталом організацій під час війни

Джерело: складено автором на основі [31]

Давайте більш детально розглянемо основні проблеми стосовно управління капіталом в умовах військового стану:

1. Ризик втрати капіталу. Під час військового конфлікту, існує велика ймовірність збитків та значного ризику фактичної неплатоспроможності. Існує ризик, що майно може постраждати або активи компанії можуть бути знищені внаслідок військових дій. Організаціям потрібно брати до уваги це ризик та розробляти стратегії збереження свого капіталу навіть в умовах військового стану.

2. Нестабільний інвестиційний клімат. Розпочата війни призводить до змін у економічному середовищі, що має вплив на функціонування фінансового ринку та усіх суб'єктів господарювання. Ринкові умови зазнають змін, що призводить до підвищення фінансового ризику, а скорочення попиту може спричинити зниження споживчої вартості. Усі суб'єкти економічної діяльності мають бути готовими до існуючих змін інвестувати в забезпечення власного стабільного розвитку.

3. Плаваючі валютні курси. Протягом періоду з 24 лютого 2022 року, офіційний курс української гривні по відношенню до долару знецінився майже на 40%, що беззаперечно негативно впливає на формування стабільності фінансового розвитку компаній. В такому випадку, експортна діяльність може бути значно ускладнений.

4. Ризик менеджмент в нових умовах, стає ще більш важливим аспектом стабільного розвитку підприємств. Для того, аби знизити рівень впливу ризиків на власну діяльність, суб'єкти господарювання повинні створювати нові стратегічні напрями стосовно мінімізації потенційних ризиків, їх раннього виявлення та усунення в короткостроковій перспективі.

5. Зміни політичного середовища та законодавства. Враховуючи необхідність держави до постійних змін в законодавстві, у зв'язку із військовим станом, більшість суб'єктів господарювання мають аналогічно підлаштовуватися під ці зміни. Вони можуть стосуватися різноманітних змін, починаючи із купівлі валюти та банківських регулювань, і закінчуючи нормативними регулюваннями у фінансовій сфері в цілому.

6. Аналогічно існують і проблеми з постачальниками, як на території нашої держави, так і потенційні проблеми із постачанням комплектуючих з-за кордону. І ці проблеми можуть напряду впливати на операційну стабільність підприємства в цілому, та їх фінансову складову зокрема [31-32].

Необхідно також відзначити, що в певній мірі, наші підприємства були готовими до високих макрофінансових ризиків і використовували досвід з минулих криз, які відбулися в останнє десятиліття. Відтак, вітчизняні компанії

розробили та впровадили фінансові стратегії, які мінімізують залежність від зовнішнього фінансування. Основні напрямки цих стратегій включають:

- внутрішнє фінансування через квазіборги, що діють як захисні фінансові механізми;
- накопичення ліквідних активів за межами української фінансової системи, зокрема через офшоризацію.

Ці моделі виявилися ефективними під час військових дій, пом'якшивши негативний вплив зменшення доступу до капіталу на внутрішньому ринку, доступ до якого вже був суттєво обмежений в попередні роки [ФП].

Ключовим аспектом для підприємств в умовах воєнного стану є саме гнучкість та адаптивність. І якщо говорити саме про капітал, то діяльність будь якого економічного суб'єкту господарювання забезпечується за рахунок наявного капіталу, який має обрану специфіку формування в залежності від індивідуальних характеристик бізнесу. На нашу думку, актуальним завданням для підприємств в умовах воєнного стану є здатність підприємства змінювати структуру капіталу в найшвидші терміни, аби забезпечувати максимізацію вартості підприємства в цілому, та його операційну стабільність зокрема.

Іншими факторами, які формують резистентність капіталу підприємства до зовнішніх небезпечових факторів є:

- фактор адаптивності – здатність менеджменту підприємства адаптувати структуру капіталу до турбулентних умов зовнішнього середовища, враховуючи регуляторні обмеження з боку держави;
- ефективність капіталу – тобто його здатність капіталу генерувати прибуток на вкладений капітал;
- раціональність капіталу, яка забезпечується управлінськими рішеннями щодо тимчасових обмежень залучення кредитних ресурсів, скорочення кредиторської заборгованості, виплати дивідендів тощо із врахуванням умов функціонування бізнесу;
- оптимальність капіталу – прийняття рішення щодо структури капіталу, що має оптимальну вартість та забезпечує безперервність функціонування

бізнесу; збалансованість реалізується через призму оптимальної структури підприємства, що досягається завдяки поєднанню ризику та стійкості залучених джерел фінансування;

- прозорість капіталу, тобто оприлюднення фінансової звітності для забезпечення зростання вартості бізнесу та максимальної відкритості до усіх стейкхолдерів підприємства.

В цілому, використання даних принципів дає нам підстави для формування моделі управління капіталом підприємства в умовах воєнного стану. Цю модель буде зображено на наступному рисунку 3.2.

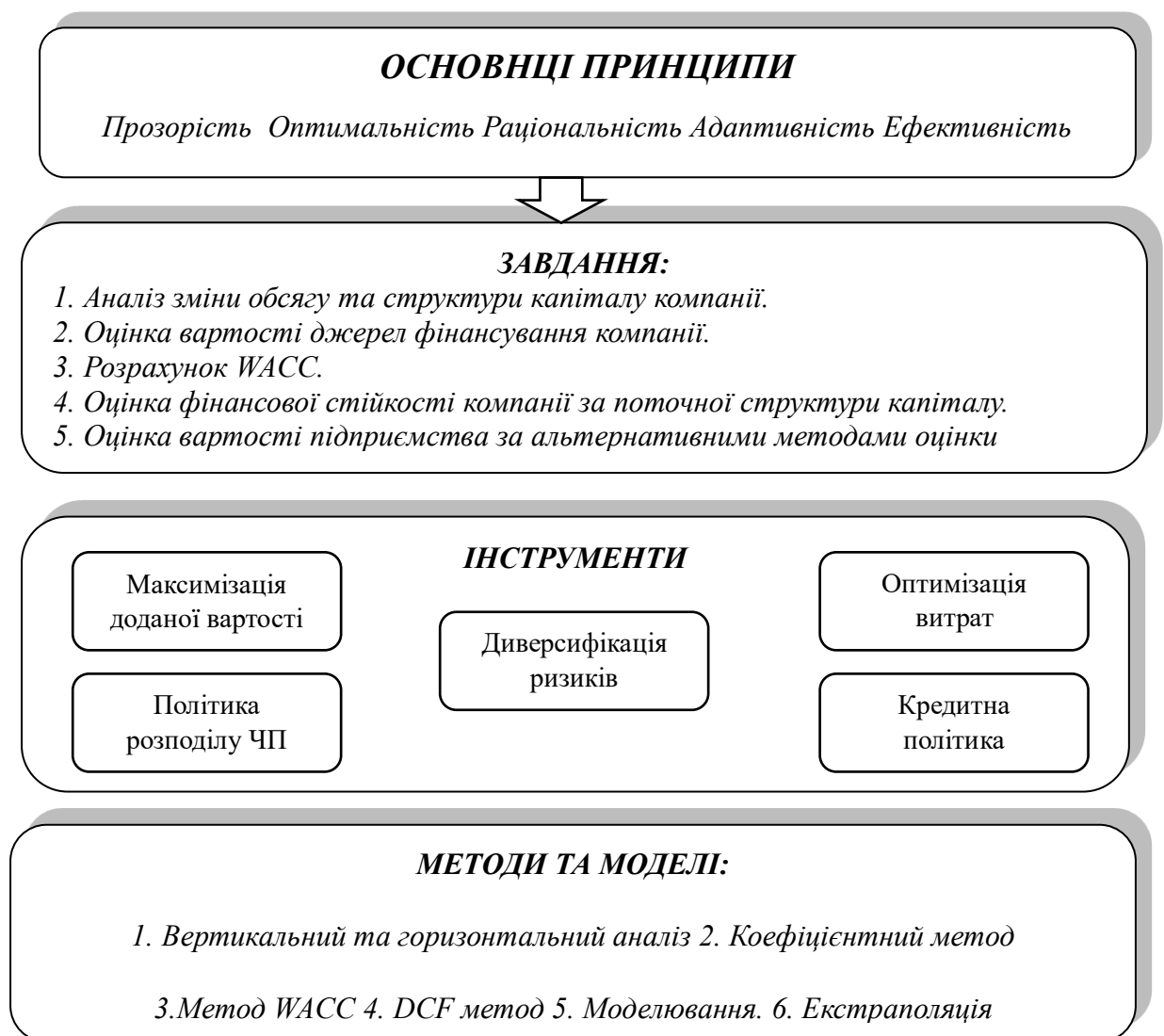


Рисунок 3.2. – Концепція вдосконалення підвищення вартості підприємства в умовах війни за рахунок управління капіталом

Джерело: складено автором на основі [38]

Метою концепції визначено формування оптимальної структури капіталу для забезпечення зростання вартості підприємства в умовах фінансової нестабільності. Усі методи та інструменти, які подані на рисунку 3.2 мають на меті удосконалення управління структурою підприємства та зростання вартості підприємства в цілому.

ВИСНОВКИ

Написання даної кваліфікаційної бакалаврської роботи дозволяє нам зробити наступні висновки:

1. Питання структури капіталу є доволі дискусійним, як з точки зору самої дефініції поняття «капіталу» так і з точки зору визначення оптимальної структури капіталу. Оптимізація структури капіталу і відповідно визначення ефективного співвідношення боргового та власного капіталу є вкрай актуальним завданням для більшості підприємств в сучасних мінливих ринкових умовах. Структура капіталу вказує на пропорції між різними видами коштів у загальній сумі пасивів підприємства. Використання власних коштів надає перевагу у вигляді відсутності необхідності виконувати регулярні платежі за певними стандартами, на відміну від боргового капіталу, який потребує чітких виплат у відповідності до встановленого графіку.

2. Вказані в роботі розбіжності в описаних нами підходах до оптимізації структури капіталу, в повній мірі відображають складність удосконалення управління капіталом бізнес організацій, з метою зростання рівня їх ділової активності. У контексті ринкової економіки, численні фактори впливають на формування капітальної структури, зумовлюючи її ринкову вартість, яка постійно змінюється. Така ситуація свідчить, що навіть на сучасному етапі немає універсальної формули для визначення ідеально оптимізованої структури капіталу. Саме тому, в залежності від обраних цілей і відношення до ризику, менеджмент кожної організації повинен самостійно обирати свою власну та специфічну для галузі, в якій працює організація, стратегію управління капіталом. Дане рішення в майбутньому буде впливати на інвестиційні перспективи, грошові потоки, дивідендну політику, а також на загальну потребу у фінансуванні.

3. На сучасному етапі розвитку фінансової науки, існує немало методів оцінки управління структурою капіталу, до яких слід віднести капітальну модель оцінки активів, аналіз показників структури капіталу, методи стрес-тестування та метод сценаріїв та аналіз чутливості. Найбільш актуальною, з нашої точки зору, є саме модель капітальної оцінки активів, яка враховує середньозважену вартість капіталу як основну для визначення оптимальної структури капіталу. В міру вітчизняних реалій, визначення цієї ставки на практиці буває ускладненим через приватність досліджуваних компаній та відсутністю їх акцій на біржовому ринку. В умовах військового стану, ця процедура також може бути ускладненою загальними проблемами фондового ринку та волатильністю процентних ставок.

4. Здійснений нами аналіз фінансово-господарської діяльності ПрАТ «Київстар» протягом досліджуваного періоду 2019-2023 років показав доволі значну її ефективність. Нами було проаналізовано основні аспекти операційної та фінансової діяльності компанії, та визначено, що навіть в умовах військового стану (2022-2023 роки), ПрАТ «Київстар» продовжив свій висхідний тренд та навіть покращував певні фінансові показники та коефіцієнти. Окремо відзначимо, що навіть в період війни, показники чистого прибутку продовжили своє зростання, і негативні відхилення мають місце тільки по певним аспектам рентабельності.

5. Стратегія управління власним капіталом ПрАТ «Київстар» має доволі чіткий характер, який направлений на поповнення обсягів власного капіталу значними сумами з нерозподіленого прибутку. Компанія успішно підтримує високий рівень ліквідності та фінансової стійкості, що є критично важливим у воєнний час і періоди економічної нестабільності. Це дозволяє їй не тільки адаптуватися до мінливих умов ринку, але й інвестувати у новітні технології та розширення бізнесу без значного залучення зовнішнього фінансування. за рахунок накопичення значних обсягів нерозподіленого прибутку, дозволяє «Київстар» зміцнювати свої позиції на ринку, фінансувати стратегічні ініціативи внутрішніми ресурсами та забезпечувати підвищену

віддачу акціонерам у довгостроковій перспективі. Робота фінансового менеджменту ПрАТ «Київстар» є вкрай ефективною, оскільки враховує потреби як внутрішнього розвитку компанії, так і очікування акціонерів, що забезпечує стабільність розвитку компанії у динамічному секторі телекомунікацій.

6. Здійснений нами аналіз показав, що ПрАТ «Київстар» протягом досліджуваного періоду 2019-2023 років, доволі активно використовував різноманітні джерела фінансування для підтримки своєї операційної діяльності і розширення, що в цілому свідчить про гнучкий підхід фінансового менеджменту компанії до його управління. Систематичний аналіз структури боргових зобов'язань і їх впливу на загальну фінансову стійкість дозволяє компанії доволі ефективно управляти фінансовими ризиками, що є особливо важливим в умовах військового стану. Таким чином, раціональне співвідношення довгострокових і короткострокових зобов'язань, збереження адекватного рівня ліквідності та стратегічне планування фінансових ресурсів забезпечують компанії не тільки виживання, але й можливість для стратегічного розвитку і здійснення капітальних інвестицій.

7. Розраховані нами дані щодо середньозваженої вартості капіталу, дозволяють нам зробити відповідно висновки, стосовно погіршення ефективності управління капіталом на ПрАТ «Київстар» в період 2021-2023 років. За ці 3 роки, значення WACC зросло аж на 23%, і основною причиною цього стало акцентування менеджменту компанії на використанні власного капіталу та зростанні його питомої ваги в загальній структурі, а також значним збільшенням вартості його використання. Військовий стан негативно впливає на діяльність усіх без виключення суб'єктів господарювання, і питання управління капіталом підприємств в даному плані не є виключенням. Погіршення рейтингів нашої держави та відповідне побоювання інвесторів здійснювати вливання в нашу економіку, збільшили рейтинги CRP та MRP, що негативно впливає на вартість власного капіталу. Саме тому, в умовах військового стану, питання оптимізації структури капіталу стає ще більш

актуальним. В розрізі ПрАТ «Київстар», як показало дослідження, можливим виходом із ситуації є підвищення питомої ваги боргового капіталу, який має більш низьку вартість залучення.

8. В роботі було запропоновано концепцію формування оптимальної структури капіталу для забезпечення зростання вартості підприємства в умовах фінансової нестабільності. Вона відповідно включає методи та інструменти, що мають на меті оптимізацію структури капіталу. Використання таких факторів, які прозорість, оптимальність, раціональність, адаптивність та ефективність капіталу, дасть змогу досліджуваній компанії ПрАТ «Київстар» в повній мірі використовувати свій капітал для забезпечення максимізації вартості компанії.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Петришин Л., Жидовська Н., Ростока М. Теоретичні і методологічні аспекти обліку власного капіталу. URL: http://visnuk.kl.com.ua/joom/images/archive/econ/27_2020/Econ-27-2020-13.pdf (дата звернення 15.03.2024).
2. Круш П. В. Еволюція теоретичних підходів визначення сутності капіталу підприємства. *Економічний вісник НТУУ «КПІ» : збірник наукових праць*. 2015. Вип. 12. –С. 198–206
3. Brealey R. A., Franklin A., Myers S. C. Principles of corporate finance. The McGraw-Hill/Irwin, New York, 2011. 969 p.
4. Брю С., Макконнелл К. Економікс: принципи, проблеми і політика. ІНФРА, 2003. 972 с.
5. Nitzan J., Bichler S. Capital as Power. A Study of Order and Creorder. 2009. 464 с
6. Біла О. Фінансове планування і фінансова стабільність підприємств. *Фінанси України*. 2007. № 4. С. 112–119.
7. Бланк І. Управління формуванням капіталу. Київ, 2008. 512 с.
8. Ізюмська В. А. Аналіз теоретичних підходів до визначення дефініції «капітал підприємства». *Економіка та суспільство*. 2022. № 35.
9. Євтушевська О. О., Чернов К. І. Теоретичні аспекти власного капіталу підприємства: сутність та структура. *Економіка харчової промисловості*. 2020. Том 12. №3.
10. Лубкей Н. П. Теоретичні засади управління капіталом підприємства. *Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення та проблеми розвитку*. 2019. Т. 1. № 1. С. 38–45.
11. Домбровська С. О. Стратегічні орієнтири управління структурою капіталу підприємства. *Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво*. 2018. № 4. С. 113–119.

12. Яременко М. І. Метод оптимізації структури капіталу Модільяні-Міллера та його вдосконалення. *Вісник Чернівецького торговельно-економічного інституту. Економічні науки*. 2015. Вип. 2. С. 225-236.
13. Казан, П. І., Суворова, І. В.. Сучасні теорії оптимізації структури капіталу. *Підприємництво і торгівля*. 2019. № 25. С. 106-111.
14. Варченко О. М., Артимонова І. В., Холоденко Н. І. Оптимізація структури капіталу як інструмент управління вартістю молокопереробних підприємств. *Економіка та управління АПК*. 2021. № 1. С. 111–124.
15. Макаренко Ю. П., Клименко Д. О. Формування оптимальної структури капіталу з метою забезпечення фінансової стійкості підприємства. *Економіка та держава*. 2022. № 1. С. 45–49.
16. Корпоративні фінанси: сучасна парадигма розвитку:[монографія]. В Бабіченко. К.: Вид-во «Виниченко, 552, 2014. 10, 2014.
17. Elbannan, Mona. (2014). The Capital Asset Pricing Model: An Overview of the Theory. *international journal of economics and finance*. 7. 216. 10.5539/ijef.v7n1p216.
18. Debt to equity ratio in financial corporations. URL: https://www.oecd-ilibrary.org/debt-to-equity-ratio-in-financial-corporations_5jz5p38vbf9v.pdf (дата звернення 15.03.2024)
19. Григораш Т. Ф. Середньозважена вартість капіталу: особливості розрахунку в Україні та у світі. *Бізнес Інформ*. 2016 № 11 С. 281–286.
20. Терещенко О. Ставка дисконтування: проблеми розрахунку та шляхи їх вирішення. *Світ фінансів*. 2006. Вип. 4. С. 144 –150.
21. Кобилецький В. Р., Співвідношення короткострокової дебіторської та кредиторської заборгованості. Онлайн-журнал «Financial Analysis online».URL: <https://analizua.com/slovnik-ekonomichnikh-terminiv/258-spivvidnoshennya> (дата звернення : 01.05.2024)
22. Сініцин О.О. Фінансовий леверидж в управлінні структурою капіталу. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3334> (дата звернення : 01.05.2024)

23. Дідух С. Структура капіталу підприємства: теоретичні підходи та напрямки оптимізації в сучасних умовах. *Науковий журнал «Економіка і регіон»*. Полтава: ПНТУ, 2023. Т. (4(87)). С. 174-180.
24. Гнатенко, Є. . Щодо методики аналізу власного і позикового капіталу підприємства. *Економіка та суспільство*. URL: <https://economyandsociety.in.ua/index.php/journal/article/view/18> (дата звернення : 01.05.2024)
25. Київстар. Офіційний сайт. URL: <https://kyivstar.ua/about> (дата звернення 15.04.2024)
26. Звітність компанії Київстар URL: https://clarity-project.info/edr/21673832/finances?current_year=2023 (дата звернення 15.04.2024)
27. Average Risk Premium. URL: <https://www.statista.com/statistics/664840/average-market-risk-premium-usa/> (дата звернення 15.04.2024)
28. Asvat Damodaran. Official site. URL: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html (дата звернення 10.05.2024)
29. Гончаренко А. Експлейнарний базис управління структурою капіталу підприємства. *Адаптивне управління: теорія і практика. Серія Економіка*. 2020. № 9 (18).
30. Великий Ю., Сукрушева Г. Теоретичні основи формування ефективної структури фінансових ресурсів підприємства. *Гроші, фінанси та кредит*. 2018. N 17. С. 351–355
31. Матейко , Б.. Проблеми управління капіталом організацій під час війни. Матеріали конференцій МНЛ, (3 листопада 2023 р., м. Вінниця) С. 71–73.
32. Фінанси підприємств України під час війни та завдання їх повоєнного відновлення : наукова доповідь / за ред. д.е.н. В.В. Зимовця ; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозів. НАН України». К., 2023. 54 с.

33. Юрчишена Л. В. Концептуальні та практичні аспекти оцінки вартості капіталу підприємства. *Економіка і організація управління* № 3 (51) 2023. С. 105-114
34. Мельник, Т. Український бізнес в умовах війни: сучасний стан, проблеми та шляхи їх вирішення. *Journal of Innovations and Sustainability*. 2023. № 7(3),
35. Лемішко О. О. Концептуальні основи стійкого розвитку і вартості капіталу підприємств: аналітичний огляд. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія «Економіка»*. 2016. Випуск 1 (47). С. 378–82.
36. Оптимізація структури капіталу ТНК в умовах глобалізації. *Науковий вісник Ужгородського національного університету : серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство*. Ужгород Гельветика, 2017. Вип. 15 № Ч.2. С. 105–108.
37. Слав'юк Р. Капітал підприємств і банків: теоретичні основи формування та управління. Київ, 2016. 330 с.
38. Великий Ю., Сукрушева Г. Теоретичні основи формування ефективної структури фінансових ресурсів підприємства. *Гроші, фінанси та кредит*. 2018. № 17. С. 351–355.
39. Іщенко Я., Галайда Л. Теоретичні основи формування власного капіталу підприємства. *Науковий вісник Херсонського державного університету*. 2015. Т. 1. № 15. С. 146–148.
40. Пономарьов Д. Капітал підприємства: сутність та аналіз формування і використання. *Інвестиції: практика та досвід*. 2016. № 5. С. 53–58.
41. Jensen M., Meckling W. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownship Structure. *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. No. 4. P. 305–360.