

УДК 656.2:330.322

О.В. Андреева, канд. екон. наук

Державний економіко-технологічний університет транспорту, м. Київ, Україна

**ОРГАНІЗАЦІЙНО-ЕКОНОМІЧНІ ПІДХОДИ ДО ФІНАНСУВАННЯ
ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОГРАМ НА ЗАЛІЗНИЧНОМУ ТРАНСПОРТІ****Е.В. Андреева**, канд. экон. наук

Государственный экономико-технологический университет транспорта, г. Киев, Украина

**ОРГАНИЗАЦИОННО-ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ
К ФИНАНСИРОВАНИЮ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОГРАММ НА
ЖЕЛЕЗНОДОРОЖНОМ ТРАНСПОРТЕ****Olena Andrieieva**, PhD in Economics

State Economic and Technological University of Transport, Kyiv, Ukraine

**ORGANIZATIONAL AND ECONOMIC APPROACHES TO THE FINANCING
OF INVESTMENT PROGRAMS ON RAIL TRANSPORT**

Розглянуто організаційно-економічні підходи до фінансування інвестиційних програм на залізничному транспорті. Наведена характеристика основних джерел формування інвестиційних ресурсів на залізничному транспорті та проведено оцінювання їх використання в умовах економічного зростання та макроекономічної стабільності та в умовах кризи, депресійного стану економіки та макроекономічної нестабільності.

Ключові слова: фінансування, інвестиційні програми, залізничний транспорт, джерела фінансування, інструменти фінансування.

Рассмотрены организационно-экономические подходы к финансированию инвестиционных программ на железнодорожном транспорте. Приведена характеристика основных источников формирования инвестиционных ресурсов на железнодорожном транспорте и проведена оценка их использования в условиях экономического роста и макроэкономической стабильности и в условиях кризиса, депрессивного состояния экономики и макроэкономической нестабильности.

Ключевые слова: финансирование, инвестиционные программы, железнодорожный транспорт, источники финансирования, инструменты финансирования.

The article deals with the organizational and economical approaches to the financing of investment programs in rail transport. The characteristic of the main sources of investment resources on rail transport and an assessment of their use in the context of economic growth and macro economical stability in a crisis, the depression economy and the macro economical instability.

Key words: finance, investment programs, rail transport, sources of funding, financing tools.

Постановка проблеми. Особливістю залізничного транспорту України є його державна власність, складність і багаторівневість виробничої структури і структури управління. На цих рівнях інвестиційні ресурси накопичуються в різні фонди і резерви. Система формування і використання інвестиційних ресурсів на залізничному транспорті дуже специфічна через невідповідності центрів формування доходів з центрами формування витрат. Фінансові ресурси в галузі піддаються централізації і регламентуються державою, а інвестиційні ресурси формуються по галузі в цілому, з обмеженнями по окремих залізничних дорогах. Така ситуація призводить до хронічної нестачі інвестиційних ресурсів і диспропорцій у процесі їх використання. Крім того, на процес формування інвестиційних ресурсів і на процес фінансування інвестиційних програм на залізничному транспорті об'єктивно впливає динамізація циклу економічного розвитку та макроекономічна нестабільність.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання фінансування інвестиційних програм на залізничному транспорті були розглянуті в роботах вітчизняних і зарубіжних учених: О.О. Бакаєв, Н.І. Богомолової, В.П. Ільчука, М.В. Макаренка, Є.Н. Сича, Я. Хонко, Ю.М. Цветова, Н.В. Чабанової та ін. Однак у цих працях недостатньо висвітлено вплив динамізації економічних циклів на вибір джерел і інструментів фінансування.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. При попередніх дослідженнях наявних проблем щодо фінансування інвестиційних програм на залізничному транспорті не приділялося достатньої уваги процесу динамізації циклу економіч-

ного розвитку, хронічної макроекономічної нестабільності, що спостерігається останнім часом і є потужними факторами впливу на структуру джерел фінансування.

Метою статті є обґрунтування пропозицій щодо оптимізації структури джерел фінансування інвестиційних програм залізничного транспорту в умовах макроекономічної стабільності та макроекономічної нестабільності, економічної кризи і депресії.

Виклад основного матеріалу. Централізація управління залізничним транспортом призводить до того, що рух інвестиційних ресурсів усередині галузі носить централізовано-перерозподільний характер, відображаючись на специфіці механізму формування і розподілу інвестиційних ресурсів. Наслідками дії такого механізму є: по-перше, обмежена можливість залучення приватних інвестицій, у тому числі іноземних інвесторів; по-друге, непрозорість фінансово-інвестиційної діяльності; по-третє, розподільчий механізм ресурсів може не враховувати повною мірою інвестиційні інтереси всіх залізниць. Крім цього, компенсаційний механізм є непрацездатним, участь місцевих бюджетів у формуванні інвестиційних програм – ілюзійною, як і фінансування за рахунок держбюджету.

З урахуванням специфіки функціонування залізничного транспорту до джерел формування інвестиційних ресурсів відносять: власні (частка прибутку, амортизаційні відрахування, виручка від реалізації основних засобів, частка оборотних коштів, страхова сума відшкодування збитків), позикові (кредити комерційних банків, емісія облігацій, цільовий державний кредит, фінансовий лізинг), залучені (емісія акцій, вклади інвесторів, цільова безоплатна передача коштів державними органами).

Макроекономічна нестабільність, в умовах якої реалізується процес інвестування на залізничному транспорті, обмежує спектр джерел інвестування. З урахуванням динамізації циклу економічного розвитку, кризових явищ, що все частіше виникають (макроекономічна нестабільність стає хронічним явищем), джерела інвестицій необхідно використовувати варіативно.

У табл. наведено характеристику основних джерел інвестиційних ресурсів і проведено оцінювання особливостей їх використання в умовах економічного зростання й макроекономічної стабільності та в умовах кризи, депресійного стану економіки та макроекономічної нестабільності.

Таблиця

Джерела інвестиційних ресурсів на залізничному транспорті

Джерела інвестиційних ресурсів	Залучення та використання в умовах економічного зростання та макроекономічної стабільності	Залучення та використання в умовах кризи, депресійного стану економіки та макроекономічної нестабільності
1	2	3
Довгострокові позики в комерційних банках	Доцільно і можливо, оскільки: - ліберальна грошово-кредитна політика експансії, політика «дешевих» грошей; (+) - ціни на кредити поступово знижуються; (+) - збільшення варіантів пропозиції середньо- і короткострокових кредитів; (+) - банки розглядають довгострокові кредити як високо ризиковий інструмент, на ринку їх мінімальна кількість; (-) - використання довгострокових кредитів для фінансування проектів із тривалим терміном окупності знижує їх рентабельність (-)	Недоцільно, а іноді і неможливо, оскільки: - «жорстока» грошово-кредитна політика рестрикції, політика «дорогих грошей»; (-) - кредити дорогі; (-) - кредити короткочасні; (-) - використання плаваючої процентної ставки; (-) - важкореалізований заставний механізм (-)

Закінчення табл.

1	2	3
Фінансовий лізинг	Доцільно і можливо, оскільки: - альтернатива довгостроковим кредитам дозволяє фінансувати довгострокові високовартісні інвестиційні проекти; (+) - не потребує важко реалізованого заставного механізму, адже об'єкт лізингу є заставою; (+) - широко використовується як метод фінансування інвестиційних проектів (+)	Доцільно і можливо, оскільки: - альтернатива довгостроковим кредитам дозволяє фінансувати довгострокові високовартісні інвестиційні проекти; (+) - знаходиться в ряду небагатьох залишених джерел формування інвестиційних ресурсів (-)
Емісія облігацій	Доцільно, оскільки: - дозволяє залучити більшість інвесторів та збільшити обсяг інвестиційних ресурсів; (+) - дозволяє забезпечити залучення позичкового капіталу з ринку за оптимальною ціною; (+) - облігації як довгостроковий борговий інструмент дозволяють залучати капітал на тривалий термін; (+) - облігаційна полика повинна бути забезпечена активами (-)	Можливо, оскільки: - це надійний і мало ризиковий борговий інструмент, залізничні облігації цікаві для вкладень інвесторам; (+) - в умовах надвисоких ризиків на ринку капіталів і при обмеженому колі інвестиційних інструментів, облігації залізниць привабливий об'єкт для інвестування (+)
Емісія акцій	Доцільно і можливо, оскільки: - це джерело фінансування великомасштабних інвестиційних проектів на початкових стадіях; (+) - акції залізничних підприємств будуть оцінені об'єктивно і реалізовані на ринку по високому курсу; (+) - в умовах 100%-го державного володіння, є номінальним інструментом з погляду залучення інвестиційних ресурсів (-)	Можливо, але: - в умовах 100%-го державного володіння, є номінальним інструментом з погляду залучення інвестиційних ресурсів; (-) - відсутня зацікавленість потенціальних інвесторів (-)
Цільовий державний кредит	Доцільно та необхідно, оскільки: - це джерело фінансування великомасштабних інвестиційних проектів національного рівня; (+) - передбачений Законом України «Про залізничний транспорт» (+)	Доцільно та необхідно, оскільки: - є можливо єдиним сильним джерелом фінансування великих інвестиційних проектів в умовах обмеженого доступу на ринок запозичених капіталів; (-) - передбачено Законом України «Про залізничний транспорт» (+)

Довгострокові запозичення в комерційних банках в умовах нестабільної економічної ситуації та кризових явищ, високого темпу інфляції є не найкращим джерелом інвестиційних ресурсів для залізничної галузі, оскільки жорстка грошово-кредитна політика держави, яка проводиться НБУ в цих умовах, провокує ріст ринкових ставок по кредитах, скорочуючи обсяги внутрішнього ринку. В таких умовах це джерело можна оцінити як неефективне: воно дороге, громіздке, важко реалізованим і недоцільним до використання. На стадії підйому й економічної стабільності його можна розглядати як варіант фінансування інвестиційних ресурсів за умови довгострокового направлення кредитного процесу і стабільно низьких ставок по кредиту.

Фінансовий лізинг, як джерело інвестиційних ресурсів, доцільний і можливий до використання практично у всіх фазах циклу економічного розвитку, в умовах макроекономічної стабільності і нестабільності.

Задовольняючи потребу в довгостроковому кредиті, лізинг не потребує громіздкої процедури застави майна, пропонує гнучкий графік платежів і можливість використан-

ня різних форм платежів, має спростовану процедуру оформлення, повне забезпечення кредиту, що в свою чергу знижує його вартість. Впровадження фінансового лізингу дає лізингоотримувачу податкові й амортизаційні пільги, а саме використання схеми прискореної амортизації, віднесення лізингових платежів на собівартість продукції лізингоотримувача.

Емісія корпоративних облігацій розширює коло інвесторів і збільшує обсяги запозичення. Така форма фінансування є привабливою і гнучкою як на стадії підйому і в умовах макроекономічної стабільності, так і в кризі, при депресивному стані економіки і в умовах макроекономічної нестабільності, що обумовлено використанням найбільш надійного по своїй суті інвестиційного інструменту – облігації. А облігації великої державної корпорації – Укрзалізниці, повинні цікавити позичальників, при будь-якій фазі циклу розвитку економіки, за критеріями – надійність, ліквідність, доход.

Емісія акцій – найбільш розповсюджена форма фінансування інвестиційних проектів. Використовується як переважна при фінансуванні масштабних проектів на початкових стадіях.

Проте стосовно до залізничного транспорту, таке джерело інвестиційних ресурсів для реалізації інвестиційних програм є скоріш номінальним, ніж реальним. Процес акціонування на залізницях України і створення вже на першому етапі реформування АТ«Укрзалізниця» – це процес створення нової організаційно-економічної форми для функціонування Укрзалізниці. Стовідсоткове володіння акціями держави практично зводить нанівець продаж акцій на ринку і не стимулює інвесторів, у тому числі іноземний «великий капітал» до інвестування в залізничну галузь.

Якщо розглядати акціонування як можливе джерело інвестиційних ресурсів, то продаж акцій деяких дочірніх компаній – публічних акціонерних товариств, доцільно проводити в умовах стабільно розвиваючої економіки, яку не торкнулися кризові потрясіння. В цих умовах акції залізничних підприємств будуть оцінені об'єктивно і реалізовані на ринку за достатньо високим курсом.

Цільовий державний кредит є важливим джерелом фінансування інвестиційних проектів. В умовах економічного підйому та макроекономічної стабільності його використання доцільно стосовно фінансування великих інвестиційних проектів стратегічного напрямку. В умовах економічного спаду, кризи, депресії його значущість підсилюється у зв'язку з обмеженим доступом до інших джерел. Важливість державної підтримки переоцінити неможна, так у багатьох розвинутих країнах світу найбільш великі і стратегічно важливі проекти на залізничному транспорті фінансуються із бюджету.

Узагальнюючи вищенаведене, доцільно зупинитися на двох фінансових інструментах, використання яких на сьогодні є найбільш прийнятним з погляду поєднання основних критеріїв, що існують у сфері фінансування галузевих інвестиційних проектів – доступність, вартість, ризикованість та ін.

Одним із працюючих джерел фінансування виступають кредитні засоби ЄБРР. Зокрема, в 2004 році «Укрзалізниця» та ЄБРР підписали кредитну угоду на суму 120 млн дол США. Кошти, що надавалися терміном на 15 років під державні гарантії за ціною LIBOR+1 %, призначалися для впровадження на території України швидкісного пасажирського руху, з них спрямовувалося на закупівлю рухомого складу 49 млн дол США (41 %), обладнання – 29 млн дол США (24 %), будівництво Бескидського тунелю – 42 млн грн (35 %) [6].

Так, до інвестиційних пріоритетів подальшої співпраці відносяться інфраструктурні проекти, водночас, ключовою умовою продовження економічних відносин є вимога щодо реальних дій уряду щодо реалізації програми реформування (корпоратизації) залізничного транспорту України.

Розглядаючи можливості використання облігацій для фінансування інвестиційних програм на залізничному транспорті, слід зазначити, що за економічним змістом облігація є подібною кредитуванню без заставного механізму. Такий інструмент, як облігація дозволяє планувати рівень витрат емітента та прогнозувати дохід для інвестора. При цьому інвестори обирають облігації, керуючись критерієм надійності та можливістю диверсифікації ризиків.

Ще з листопада 2011 року через мережу ПФТС, Української міжбанківської валютної біржі та фондової біржі «Перспектива» здійснювався продаж облігацій «Українських залізниць» терміном обігу 3 роки та ставкою доходності 14,5 % річних [5].

В умовах реального реформування галузі бонусом для інвесторів, які вкладають гроші в галузеві облігації, може стати 100 % державна власність українських залізниць, що має забезпечити мінімальну ризикованість, а також їх достатньо високу потенційну ліквідність.

Висновок. Фінансування інвестиційних програм на залізничному транспорті повинно проходити в межах стратегії формування інвестиційних ресурсів, наявною важливою ланкою інвестиційної діяльності. Формування стратегії може здійснюватися за такими етапами: аналіз та відбір інвестиційних програм, оцінювання потреби в загальному обсязі інвестиційних ресурсів відповідно до обраних програм, дослідження можливих джерел формування інвестиційних ресурсів, визначення форм і методів (механізму) фінансування інвестиційних програм, оптимізація структури джерел формування інвестиційних ресурсів та управління їх ефективним освоєнням.

Враховуючи ключове значення підприємств залізничного транспорту для національної економіки, джерела інвестування мають формуватися на підставі стабільної державної підтримки, вкладанні в розвиток транспорту додаткових доходів держави, що сприятиме забезпеченню стійкого розвитку економіки країни та її галузей, ефективній інтеграції країни в міжнародний транспортно-економічний простір.

Список використаних джерел

1. Андрєєва О. В. Управління інвестиційними процесами підприємств залізничного транспорту в умовах динамізації економічних циклів : дис. ... канд. екон. наук : 08.00.04 / Андрєєва Олена Володимирівна. – К., 2013. – 197 с.
2. Богомолова Н. І. Підходи до фінансування інвестиційної діяльності залізниць / Н. І. Богомолова, Я. Дегтярьова // Збір. наук. пр. ДЕТУТ. – 2012. – Вип. 19. – С. 154-160.
3. Боди Э. Принципы инвестиций / Э. Боди, А. Кейн, А. Маркус. – М. : Вильямс, 2008. – 982 с.
4. Про залізничний транспорт [Електронний ресурс] : Закон України від 04.07.96 р. № 273/96-ВР. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/273/96-%D0%B2%D1%80>.
5. Офіційний сайт Державної адміністрації залізничного транспорту України «Укрзалізниця». – Режим доступу : <http://www.uz.gov.ua>.
6. Стратегия деятельности в Украине [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.ebrd.com/russian/pages/country/ukraine/strategy.shtml>.
7. Трансформація економіки та транспорт України / Ю. М. Цветов, М. В. Макаренко, М. Ю. Цветов, О. В. Левченко та ін. – К. : ДЕТУТ, 2012. – 180 с.