

## УДК 656.2:338.47

І. М. ЛОМТЄВА<sup>1\*</sup>, М. П. СНАЧОВ<sup>2</sup>, О. А. ТОПОРКОВА<sup>3</sup>, Л. А. ШИЛО<sup>4</sup>

<sup>1\*</sup>Каф. «Облік і оподаткування», Дніпропетровський національний університет залізничного транспорту імені академіка В. Лазаряна, вул. Лазаряна, 2, Дніпро, Україна, 49010, тел. +38 (096) 226 95 66, ел. пошта irinalomteva72@gmail.com, ORCID 0000-0003-2838-3851

<sup>2</sup>Каф. «Облік і оподаткування», Дніпропетровський національний університет залізничного транспорту імені академіка В. Лазаряна, вул. Лазаряна, 2, Дніпро, Україна, 49010, тел. +38 (056) 373 15 69, ел. пошта snachov49@gmail.com, ORCID 0000-0001-7908-0362

<sup>3</sup>Каф. «Облік і оподаткування», Дніпропетровський національний університет залізничного транспорту імені академіка В. Лазаряна, вул. Лазаряна, 2, Дніпро, Україна, 49010, тел. +38 (056) 373 15 69, ел. пошта toporkova1975@gmail.com, ORCID 0000-0003-0956-3638

<sup>4</sup>Каф. «Облік і оподаткування», Дніпропетровський національний університет залізничного транспорту імені академіка В. Лазаряна, вул. Лазаряна, 2, Дніпро, Україна, 49010, тел. +38 (056) 373 15 69, ел. пошта shilomail@yandex.ru, ORCID 0000-0003-3235-1377

## ОСОБЛИВОСТІ ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ ПАТ «УКРАЇНЬСЬКА ЗАЛІЗНИЦЯ»

**Мета.** Необхідність технологічної модернізації залізничної галузі України, створення сприятливих умов для інвестування та впровадження інновацій у галузі потребують значних фінансових ресурсів. Використання на залізничному транспорті ефективних методів фінансування набуває особливої актуальності в процесі реалізації стратегії розвитку галузі. Метою статті є дослідження можливих джерел залучення фінансових ресурсів, необхідних для розвитку залізничного транспорту в Україні, зокрема, під час проведення подальших організаційних заходів і процедур щодо акціонування залізничної галузі з метою пошуку шляхів їх оптимізації. **Методика.** У процесі дослідження використані методи порівняння, наукового пошуку, аналізу й синтезу для вивчення наявних джерел фінансування діяльності корпорацій за кордоном та на підприємствах України. **Результати.** Проведено аналіз наявних і пошук більш ефективних джерел формування фінансових ресурсів, необхідних для фінансування модернізації залізничного транспорту в Україні в процесі акціонування залізничної галузі. Зростання частки фінансових результатів у сумі внутрішніх власних ресурсів досягається шляхом проведення заходів зі збільшення чистого прибутку. Значну частину фінансування господарської діяльності можна забезпечити за рахунок емісії корпоративних облігацій за умов наявності позитивного ефекту фінансового важеля. Урахування ефекту фінансового важеля є ефективним інструментом оптимізації структури акціонерного капіталу та визначення доцільності залучення позикових ресурсів. У процесі акціонування ПАТ «Українська залізниця» повинна створити ефективну систему фінансових ресурсів, яка б повною мірою враховувала особливості її діяльності, мотивувала до підвищення продуктивності праці з кінцевою метою – забезпечити зовнішню конкурентоспроможність залізничної галузі України. **Наукова новизна.** На основі вивчення наукових і методичних джерел та на базі аналізу джерел фінансування господарської діяльності залізничного транспорту запропоновані шляхи їх оптимізації. **Практична значимість.** Упровадження запропонованих підходів дозволить обґрунтувати економічну доцільність і пропорції внутрішніх та зовнішніх джерел фінансування залізничного транспорту в умовах корпоративізації.

*Ключові слова:* реформування залізничного транспорту; акціонування залізниці; джерело фінансування; корпоративні облігації; власний капітал; позиковий капітал; ефект фінансового важеля

### Вступ

Перехід залізниць України наприкінці 2015 р. до акціонерної форми господарювання й заснування публічного акціонерного товариства ПАТ «Українська залізниця» [10] передбачає на третьому етапі їх реформування (2017–2020 рр.) утворення кінцевої структури ПАТ

«Укрзалізниця» – вертикально інтегрованої холдингової компанії на зразок німецької державної залізниці Deutsche Bahn [13]. При цьому одним із актуальних завдань реформування залізничної галузі стає створення сприятливих умов для інвестування з метою залучення ефективних фінансових ресурсів та управління ними.

## ЕКОНОМІКА ТА УПРАВЛІННЯ

Наявна структура управління залізничним транспортом, стан технічної бази залізниць України і технологічний рівень організації перевезень не відповідають зростаючим потребам суспільства та світовим стандартам якості надання транспортних послуг. Складність становища погіршується ще й тим, що на даний час ПАТ «Укрзалізниця» ще не має чіткого плану дій щодо поліпшення й стану оновлення основних засобів. Головною перешкодою у розробці такого плану є відсутність необхідних для капіталовкладень фінансових ресурсів, тому ключовим напрямом у вирішенні цього питання є пошук джерел фінансування інвестиційної діяльності залізниці. Унаслідок неповної відповідності наявних форм і методів фінансування залізничної галузі України вимогам сучасного ринкового середовища дослідження питань формування фінансових ресурсів ПАТ «Укрзалізниця» є одним з актуальних напрямів.

У різні періоди переходу економіки України до ринкових відносин проблему реформування залізничної галузі, зокрема її акціонування, питання інвестиційного розвитку й фінансового забезпечення на залізничному транспорті, а також наслідків процесу реформування досліджували багато вітчизняних і зарубіжних учених і спеціалістів, зокрема І. М. Аксьонов, Г. Александерссон [14], Є. І. Балака, Ю. С. Бараш, О. М. Гненний, В. П. Гудкова [1], А. О. Дегтяр [2], О. Г. Дейнека [3], В. Л. Дикань, Н. М. Колесникова, В. В. Компанієць [4], М. В. Кондратюк, Ю. Ф. Кулаєв, П. В. Куренков, М. В. Макаренко, В. В. Матвієнко [5], Ю. Л. Мохова [6], В. Нікітінаса [15], І. П. Петренко, Л. О. Позднякова, О. М. Пшінько, Є. М. Сич, В. В. Скалозуб, Н. С. Соколовська, Л. Томпсон [16], Ю. М. Цветов, В. В. Чорний, В. В. Шемаєв [13] та інші.

Однак незважаючи на значну кількість досліджень, питання пошуку надійних та ефективних джерел формування фінансових ресурсів для залізничної галузі України потребують подальшого аналізу й доопрацювання.

### Мета

Головною метою цього дослідження є визначення основних організаційно-економічних аспектів формування фінансових ресурсів ПАТ «Українська залізниця» та управління ними в

процесі корпоративної трансформації залізничної галузі, а також розробка заходів з оптимізації структури фінансових ресурсів і пошук найбільш ефективних корпоративних джерел фінансування.

### Методика

Поставлена в роботі мета досягається шляхом використання методів порівняння, наукового пошуку, синтезу й аналізу. Зокрема, проведені дослідження формування фінансових ресурсів ПАТ «Укрзалізниця» на основі аналізу наявних джерел фінансування діяльності корпорації за кордоном та на підприємствах України. Здійснений аналіз наукових праць у частині позитивного досвіду реформування залізничного транспорту показує, що вибір найбільш ефективних корпоративних джерел фінансування передбачає оптимізацію структури фінансових ресурсів із урахуванням специфіки галузі.

### Результати

На сучасному етапі ефективне функціонування залізничного транспорту України ускладнене впливом ряду зовнішніх і внутрішніх чинників: кризовим станом ринкової економіки країни, низьким рівнем ліквідності й фінансової стійкості залізниці, суттєвим зносом її основних засобів, відсутністю значних інвестиційних ресурсів, зниженою якістю перевезень, перевищенням поточних витрат галузі над її доходами.

Деякі спеціалісти стверджують, що впровадження ринкової парадигми в Україні призвело до тотальної деградації економіки й залізничного транспорту. Роки «шокових» реформ призвели до глибокої економічної кризи: у разі скоротилися обсяги перевезень і доходи залізничного транспорту. Знос активної частини основних засобів перевищує 90 %, галузь із прибуткової стала збитковою. Чисельність працівників тільки за період із 2010 до жовтня 2016 р. скоротилась на 25 % [4]. На думку колишнього голови правління ПАТ «Укрзалізниця» В. Балчуна (завзятого прихильника ринкових реформ), система перебуває на межі колапсу. Проте за проектом реформ того ж В. Балчуна з 2017 по 2025 р. планувалося з метою збільшення продуктивності праці на 40 % та зменшення

## ЕКОНОМІКА ТА УПРАВЛІННЯ

операційних витрат скоротити чисельність працівників ще на 34,8 % [11]. Однак Україна обрала європейський шлях розвитку економіки. Тому питання подальшого реформування вітчизняного залізничного транспорту є доцільними й актуальними.

Досвід розвинених країн показує, що акціонування й поділ залізниць за видами діяльності є найбільш перспективним шляхом реформування залізничного транспорту й вирішення проблем фінансування його майбутніх перетворень. У процесі акціонування залізничного транспорту України держава обмежує свої функції суб'єкта господарювання, але водночас посилює свою роль регулятора ринкових відносин. Крім того, держава зберігає відповідальність за безпеку транспортного процесу, надання транспортних послуг у тих секторах і сегментах діяльності залізниці, де ринкові відносини фактично відсутні або ще не достатньо розвинуті.

У цілому зарубіжний досвід реформування залізниць чітко не підтверджує, що акціонування й поділ залізниць за видами діяльності є кращою формою управління залізничним транспортом, але однозначно свідчить про те, що кожна модель, як і кожна форма власності, має свої переваги й недоліки. Це пояснюється впливом багатьох чинників, наприклад, різницею у стадіях економічного розвитку країн, орієнтацією на управління галуззю, необхідністю залучення інвестицій тощо. Хоча однією з найважливіших причин необхідності виділення інфраструктури є посилення позицій залізничного в конкуренції з іншими видами транспорту, насамперед, з автомобільним.

Світова практика показує, що, на відміну від України, економічно розвинені держави до реформування залізниць підійшли вже за сталої економіки, маючи достатні фінансові ресурси для перетворень в організаційній структурі залізниць та оновленні їх інфраструктури. Так, модель реформування німецької залізниці, яка є базовою для ПАТ «Українська залізниця», передбачала створення на основі державних підприємств публічного акціонерного товариства «Deutsche Bahn AG», 100 % акцій якого належали державі. Для управління залізничною інфраструктурою були створені окремі акціонерні компанії. Третім етапом реформування стала часткова приватизація «Deutsche Bahn AG». Частина акцій компанії підлягає продажу

приватним інвесторам за умови, що контрольний пакет акцій зберігається за «Deutsche Bahn AG». Таким чином, Німеччина виконала вимогу законодавства ЄС про відмежування надання послуг із залізничних перевезень від управління залізничною інфраструктурою [18]. Однак вже у перший рік німецька держава вклала в оновлення інфраструктури залізниці понад 100 млрд євро. У бюджеті України таких резервів на даний час немає.

Іншим шляхом фінансування ПАТ «Укрзалізниця» може бути досвід реформ залізничної галузі Швеції, у якій компанії інфраструктури та експлуатації залишилися у державній власності, але працюють на комерційній основі. У результаті реформи вдалося значно підвищити й якість послуг із пасажирських й вантажних перевезень та посилити позиції залізниці на транспортному ринку. Паралельно відбувалась децентралізація управління пасажирськими й вантажними перевезеннями. У 2001 р. відбулася корпоративізація підрозділів залізниці. Із 2009 р. повністю відкритий ринок для інших залізничних операторів [14]. Однак і такий шлях реформування залізничної галузі потребував від Швеції значних фінансових вкладень в оновлення її інфраструктури.

Акціонування залізниць України й відмежування надання послуг із перевезень від управління залізничною інфраструктурою може дати можливість підвищити ефективність прийняття рішень в умовах корпоративного управління, прискорити реалізацію інвестиційних програм і сприятиме залученню додаткових фінансових ресурсів на модернізацію інфраструктури. При цьому наявна програма реформування залізничної галузі України передбачає проведення комплексу заходів із впорядкування її фінансової системи відповідно до вимог міжнародного співтовариства у базових питаннях організації економічної діяльності, передусім у питаннях прозорого формування й розподілу фінансових результатів і фінансових ресурсів за видами діяльності підприємств залізничного транспорту, оптимізації доходів і витрат, створення основ для поліпшення умов фінансування проектів розвитку залізниць.

Ст. 10 «Джерела фінансування інвестиційної діяльності» Закону України «Про інвестиційну діяльність» [9] визначає такі джерела фінансу-

## ЕКОНОМІКА ТА УПРАВЛІННЯ

вання господарської діяльності підприємств, у тому числі й ПАТ «Укрзалізниця»:

- власні фінансові ресурси інвестора (прибуток, амортизаційні відрахування, відшкодування збитків від аварій, стихійного лиха, грошові накопичення й заощадження громадян, юридичних осіб тощо);

- позичкові фінансові кошти інвестора (облігаційні позики, банківські та бюджетні кредити);

- залучені фінансові кошти (кошти, одержані від продажу акцій, пайові та інші внески громадян і юридичних осіб);

- бюджетні інвестиційні асигнування;

- безоплатні та благодійні внески, пожертвування організацій, підприємств і громадян.

Таким чином, усі джерела інвестиційних ресурсів ПАТ «Укрзалізниця» можна поділити на внутрішні власні й зовнішні позикові та залучені кошти.

До основних внутрішніх власних коштів (внутрішніх джерел власних фінансових ресурсів) ПАТ традиційно відносять реінвестований прибуток та амортизаційні відрахування.

До основних зовнішніх (залучених) коштів (зовнішніх джерел власних фінансових ресурсів) ПАТ належать кошти, отримані його власниками за рахунок первісної і додаткових емісій та використання акцій ПАТ.

До найбільш розповсюджених позичкових фінансових коштів інвестора (джерел позикових фінансових ресурсів) ПАТ належать банківські та бюджетні кредити, корпоративні облігаційні позики, фінансовий лізинг.

Отримання фінансових ресурсів із різних джерел дозволяє збільшити обсяги інвестування коштів у ПАТ «Укрзалізниця».

Досвід розвинених країн свідчить про те, що базою господарської діяльності будь-якого підприємства, в тому числі й підприємства залізничного транспорту, є власні фінансові ресурси. Оскільки основою їх формування є фінансові результати у вигляді прибутку, то для забезпечення ефективності господарської діяльності актуальним завданням є раціональне формування фінансових результатів та управління ними. Крім того, динамічний розвиток економіки загалом, а також корпоратизація залізничної галузі шляхом акціонування підвищують роль показників результатів господарської діяльності.

Управління корпоративними фінансовими ресурсами передбачає жорсткий контроль власних фінансових результатів корпорації. Проведені дослідження діяльності корпорацій показують, що в багатьох із них структура внутрішніх власних фінансових ресурсів не є оптимальною: значну питому вагу складають амортизаційні відрахування, а меншу – власні фінансові ресурси, що формуються за рахунок прибутку корпорації. Такий стан є характерним і для внутрішніх власних фінансових ресурсів підприємств залізничного транспорту. Тому для збільшення частки фінансових результатів залізниці у загальній сумі внутрішніх власних фінансових ресурсів необхідні певні заходи зі збільшення чистого прибутку. До них можна віднести, наприклад, використання пільгових механізмів оподаткування галузі, що підлягає реформуванню, надання гарантій держави під довгострокові банківські кредити тощо.

Однак прибутковість залізниці на даний час є занадто низькою, щоб забезпечити достатній розвиток лише за рахунок власних фінансових ресурсів. Це зумовлено тим, що не всі напрями діяльності залізниці є прибутковими. Обмежені можливості й у частині амортизаційних відрахувань. Тому з метою забезпечення дійсно ефективного функціонування механізму амортизації доцільно використовувати таку методику її розрахунку, яка б гарантувала справедливий розподіл сум відрахувань за роками, щоб інфляційні процеси та інші фактори подорожчання робіт не створили дефіциту фінансових ресурсів.

У більшості європейських країн власні кошти залізничної галузі (прибуток, амортизація) є переважним джерелом її фінансування. ПАТ «Українська залізниця» сьогодні, з об'єктивних причин, не має достатніх власних джерел інвестицій, оскільки: продовжує перебувати в межах між верхнім рівнем тарифів, які держава індексує відповідно до темпів інфляції, і зростанням цінового тиску з боку постачальників і підрядників, що є набагато вищим від інфляції; продовжує покривати збитки від пасажирських перевезень із фінансового результату, одержуваного компанією від вантажних перевезень та інших видів діяльності; змушена скеровувати частину власних ресурсів на розвиток некомерційних об'єктів державного значення, таких як

## ЕКОНОМІКА ТА УПРАВЛІННЯ

переходи через кордон, підходи до портів, вокзали тощо.

Оскільки обмежені на сучасному етапі фінансові ресурси ПАТ «Українська залізниця» не дозволяють забезпечити оновлення її основних засобів шляхом закупівлі або будівництва нових у необхідних обсягах, то важливого значення набувають питання їх капітального ремонту. В умовах подальшого реформування залізничного транспорту особливої актуальності набуває залучення коштів із зовнішніх джерел власних фінансових ресурсів.

Базовим джерелом фінансування залізничної галузі за умови акціонування могло б стати фінансування за рахунок зовнішніх власних джерел шляхом випуску акцій, перевагами якого є: безстроковість залучення цих коштів; відсутність забезпечення під емісію акцій; відсутність зобов'язань емітента щодо погашення вартості акцій тощо. У випадку ж утворення ПАТ, усі 100 % акцій якого закріплюються в державній власності, акціонування не можна визнати ефективним власним зовнішнім джерелом фінансування залізничного транспорту, у першу чергу в частині капітальних інвестицій.

Якщо ПАТ «Укрзалізниця» в холдингу буде головною компанією з функціями господарського управління, контрольний пакет акцій можна залишити державі, а решту виставити на продаж зацікавленим юридичним і фізичним особам. При цьому систему внутрішнього господарського управління державного ПАТ доцільно будувати на принципах холдингового управління.

Акціонування залізничної галузі країни дійсно могло б вирішити в майбутньому багато проблем щодо оновлення та модернізації її інфраструктури. Але акціонерна форма організації господарської діяльності є досить ефективною й передбачає можливість акумуляції значних грошових сум лише у випадках залучення коштів не тільки держави, а й коштів інституціональних інвесторів та фізичних осіб. Слід зауважити, що в країнах з ринковою економікою до основних зовнішніх джерел фінансування публічних акціонерних товариств належать кошти домогосподарств. Однак в Україні на сьогодні механізм залучення таких інвестицій у залізничний транспорт поки що не відпрацьований.

Необхідні для фінансування залізничної галузі фінансові ресурси могли б надати інституціональні інвестори, у тому числі іноземні. Проте політика залучення таких ресурсів на українській залізниці відсутня, що зумовлено незацікавленістю інвесторів у галузі. На залізниці, виходячи з її специфіки, переважно запроваджують проекти з довготривалою перспективою, у той час як для інвесторів актуальним є саме швидкість обороту вкладених коштів. Несприятливою умовою є і досить великі фінансові витрати залізниці, що навіть за наявності великих сум доходу й операційного прибутку суттєво зменшують або зводять до нуля чистий прибуток залізниці.

Ще одним тимчасовим заходом підвищення ефективності формування фінансових ресурсів ПАТ «Українська залізниця» може стати діяльність у системі державно-приватного партнерства. Але розвиток таких відносин передбачає передачу частки акцій ПАТ приватному інвестору, що вимагає організації належної системи контролю з боку держави як власника контрольного пакета акцій.

Слід також зауважити, що формування власних фінансових ресурсів залізничного транспорту із зовнішніх джерел може забезпечити ПАТ «Укрзалізниця» необхідні додаткові суми фінансування майбутніх перетворень. Однак це найдорожче за ціною джерело формування фінансових ресурсів акціонерного товариства з усіх можливих джерел корпоративного фінансування. Саме тому необхідно шукати більш дешеві за вартістю капіталу та одночасно ефективні зовнішні джерела фінансування, наприклад, у частині позикового капіталу.

У фінансуванні залізниці позиковий капітал має досить велике значення. Кредитний рейтинг ПАТ «Укрзалізниця» на даний час – це банківські кредити, євробонди, фінансовий лізинг та корпоративні облігації. Отже, найбільш вагомими є кредити банків. Досвід країн Європи свідчить, що банки в ролі активних інвесторів зосереджують значні обсяги залучених фінансових ресурсів. Але можливості банківської системи України обмежені. З іншого боку, у разі високих ставок процента за банківський кредит та низького рівня рентабельності операційної діяльності ПАТ «Укрзалізниця», використання банківських кредитів недоцільне.

## ЕКОНОМІКА ТА УПРАВЛІННЯ

Велике залізничне акціонерне підприємство, яким є ПАТ «Укрзалізниця», як й інші великі підприємства корпоративного типу, значну частину фінансування своєї господарської діяльності може забезпечити за рахунок формування позикових фінансових ресурсів шляхом емісії корпоративних облигацій, які є більш дешевим, ніж акції, джерелом формування фінансових ресурсів, а тому й перспективним. Крім того, позиковий капітал за умови його ефективного використання, наприклад, за рахунок ефекту фінансового важеля, дозволяє збільшувати рентабельність власного капіталу ПАТ «Укрзалізниця». Саме тому корпоративні облигації повинні стати важливим джерелом формування фінансових ресурсів та збільшення рентабельності власного капіталу.

Для ПАТ «Українська залізниця» сьогодні емісія облигацій може становити інтерес не стільки як джерело залучення порівняно дешевих позикових коштів, скільки як перспектива одержати таке джерело у майбутньому. Перша емісія облигацій може і не дати ПАТ відчутної економії порівняно з одержанням банківського кредиту. Однак випуск облигацій зараз дасть можливість ПАТ у майбутньому дійсно залучати без застави фінансові ресурси дешевше й у більшому обсязі, ніж через банки.

Залучення фінансових ресурсів ПАТ за допомогою використання інструментів фондового ринку є найбільш перспективним напрямом фінансування. Залізниця вже випускала облигації для залучення позикових фінансових ресурсів за більш низьких ставок відсотка, ніж ставка відсотка за банківський кредит або норма дивиденду за акціями. Однак ліквідність ринку облигацій в Україні залишається досить низькою, поступаючись ліквідності ринку акцій, що знижує прийнятність облигацій як інструменту інвестування. Але завдяки високій надійності облигацій їх випуск для залізничної галузі може стати потужним джерелом залучення інвестицій для фінансування оновлення її основних засобів.

За умов недостатнього бюджетного фінансування ПАТ «Українська залізниця» як державної корпорації та незначних власних внутрішніх джерел, певним джерелом може бути змішане фінансування з акцентом на фінансову оренду (лізинг). Однак лізинг не може забезпечити будівництво нових колій, електрифікацію

діючих залізниць і вирішення інших проблем оновлення основних засобів інфраструктури ПАТ.

У рамках традиційної неокласичної економічної моделі головною концептуальною метою управління господарською діяльністю публічного акціонерного товариства є неухильне підвищення добробуту його власників (акціонерів). Узагальнювальним критерієм ефективності прийнятих рішень фінансового характеру при цьому є критерій максимізації власного капіталу, тобто ринкової вартості звичайних акцій [19].

Кон'юнктура фондового ринку визначає норму доходу альтернативних варіантів інвестування, що безпосередньо впливає на вартість і структуру капіталу ПАТ «Укрзалізниця».

Взагалі вибір конкретних джерел фінансування ПАТ «Укрзалізниця» має проводитися, виходячи з мети використання фінансових ресурсів, ступеня ризикованості інвестицій та багатьох інших факторів. Одним з основних чинників, що треба враховувати, є вартість капіталу з альтернативних джерел фінансування, що визначає структуру капіталу ПАТ.

Структура капіталу будь-якого підприємства, з одного боку, характеризує його фінансову стійкість і фінансовий ризик, а з іншого – визначає ступінь використання ефекту фінансового важеля (левериджу). Розрахунок ефекту фінансового важеля є одним з ефективних інструментів оптимізації структури акціонерного та визначення доцільності залучення позикового капіталу [15].

Наявність позикового капіталу ПАТ «Укрзалізниця» дозволяє забезпечити рентабельність власного вище за рентабельність операційної діяльності ПАТ, що скоректована з урахуванням оподаткування прибутку на величину ефекту фінансового важеля (левериджу).

Ефект фінансового важеля (левериджу) визначається наявним податковим коректором для конкретного підприємства, диференціалом фінансового важеля (різниця між рентабельністю операційної діяльності і середньозваженою ставкою відсотка за кредит) і коефіцієнтом фінансового ризику (відношення позикового капіталу до власного капіталу підприємства). За наявності у підприємства позикового капіталу, перевищення рентабельності операційної діяльності підприємства над середньозваженою



## ЕКОНОМІКА ТА УПРАВЛІННЯ

ставкою відсотка за кредит забезпечує збільшення рентабельності власного капіталу. І навпаки, якщо рентабельність операційної діяльності підприємства менша за ставку процента за кредит, наявність позикового капіталу зменшує рентабельність власного капіталу. Тому головною умовою ефективного залучення позикового капіталу є перевищення рентабельності операційної діяльності над середньозваженою відсотковою ставкою (вартістю залученого підприємством позикового капіталу).

Таким чином, для ПАТ «Укрзалізниця» основним джерелом підвищення її фінансових результатів є підвищення доходності акцій, а перспективним додатковим джерелом – використання позикових ресурсів у вигляді корпоративних облігацій залізниці за позитивного ефекту фінансового важеля.

#### Наукова новизна та практична значимість

На основі аналізу нормативних, наукових і методичних джерел із питань фінансування господарської діяльності підприємств корпоративного типу, а також на базі аналізу наявних та можливих джерел фінансування господарської діяльності залізничного транспорту України запропоновані шляхи їх оптимізації.

Використання запропонованих підходів до фінансування ПАТ «Українська залізниця» дозволить обґрунтувати економічну доцільність і найбільш оптимальні пропорції внутрішніх і зовнішніх джерел фінансування залізничного транспорту України в умовах його подальшого реформування.

#### Висновки

1. Нестача власних коштів ПАТ «Українська залізниця» та відсутність бюджетного фінансування, неможливість залучення недержавних інвестицій в умовах чинної системи господарювання призвели до небезпечного збільшення

фізичного зносу та морального старіння основних фондів, втрати частки приміських та вантажних перевезень. Тому впровадження на залізничному транспорті ефективних елементів корпоративного фінансування в економічно обґрунтованій моделі реформування залізниць України стає надзвичайно важливим фактором реалізації стратегічних завдань розвитку галузі.

2. Головною умовою підвищення прибутковості господарської діяльності ПАТ «Українська залізниця» є ефективне використання його фінансових ресурсів, а раціональна організація управління фінансовими ресурсами визначає його місце на ринку перевезень. Для збереження та розвитку конкурентних позицій на ринку перевезень в Україні та за кордоном керівництво ПАТ повинно забезпечити розробку дієвої системи організаційно-економічних, фінансових, методологічних та інформаційних заходів щодо вдосконалення управління наявними та майбутніми фінансовими ресурсами.

3. Для збільшення частки фінансових результатів у загальній сумі внутрішніх власних фінансових ресурсів залізниці необхідні певні заходи зі збільшення чистого прибутку, наприклад, використання пільгових механізмів оподаткування галузі, що підлягає реформуванню, надання державних гарантій під довгострокові банківські кредити тощо.

4. Залізничне публічне акціонерне товариство значну частину фінансування власної господарської діяльності може забезпечити за рахунок формування позикових фінансових ресурсів шляхом емісії корпоративних облігацій.

5. Збільшення рентабельності власного капіталу ПАТ можливе за рахунок ефективного використання позикового капіталу, наприклад, за рахунок ефекту фінансового важеля, але лише за умови забезпечення його позитивного значення, для чого необхідно поступово збільшувати рентабельність операційної діяльності залізниці.

#### СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Гудкова, В. Структурно-функціональний аналіз державного регулювання розвитку залізничного транспорту / В. Гудкова, Ю. Тютюн // Зб. наук. пр. Держ. екон.-технол. ун-ту трансп. Серія: Економіка і управління. – Київ, 2015. – Вип. 33. – С. 70–77.
2. Дегтяр, А. О. Особливості формування стратегії розвитку залізничного транспорту України / А. О. Дегтяр // Сучасні проблеми державного управління в умовах системних змін. Серія: Державне управління : зб. наук. пр. Донец. держ. ун-ту управління. – Маріуполь, 2016. – Вип. 298, т. XVII. – С. 5–11.

## ЕКОНОМІКА ТА УПРАВЛІННЯ

3. Дейнека, О. Г. Проблеми реформування залізничного транспорту України / О. Г. Дейнека, М. С. Мавковський // Зб. наук. пр. Укр. держ. акад. залізн. трансп. – Харків, 2015. – Вип. 158, т. 1. – С. 57–62.
4. Компаниец, В. В. Стратегия развития железнодорожного транспорта: анализ системных ошибок и их последствий (история и современность внедрения рыночной парадигмы) / В. В. Компаниец // Вісник економіки транспорту і промисловості. – 2017. – № 58. – С. 109–117.
5. Моделі функціонування залізничних перевезень. Огляд іноземного досвіду [Електронний ресурс] : Інформаційна довідка, підготовлена Європейським інформаційно-дослідницьким центром на запит народного депутата України. – Режим доступу: <http://euinfocenter.rada.gov.ua/uploads/documents/29219.pdf> – Назва з екрана. – Перевірено : 31.05.2018.
6. Матвієнко, В. В. Механізм державного управління розвитком залізничної галузі в Україні : дис. ... канд. наук з державного управління : 25.00.02 / Матвієнко Володимир Васильович ; Донец. держ. ун-т управління. – Маріуполь, 2017. – 256 с.
7. Мохова, Ю. Л. Стратегія розвитку державного регулювання залізничної галузі в Україні / Ю. Л. Мохова // Проблеми і перспективи економіки та управління. – 2016. – № 3 (7). – С. 90–95.
8. Основні аспекти стратегії розвитку ПАТ «Укрзалізниця» 2017–2021 роки [Електронний ресурс] : затв. правлінням ПАТ «Укрзалізниця» 26.04.2017 р. – Режим доступу: [https://www.uz.gov.ua/files/file/Strategy\\_Presentation\\_fin1.pdf](https://www.uz.gov.ua/files/file/Strategy_Presentation_fin1.pdf) – Назва з екрана. – Перевірено : 31.05.2018.
9. Про інвестиційну діяльність [Електронний ресурс] : Закон України від 18.09.1991 р. № 1561-ХІІ. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/1560-12> – Назва з екрана. – Перевірено : 31.05.2018.
10. Про утворення публічного акціонерного товариства «Українська залізниця» [Електронний ресурс] : Постанова Кабінету Міністрів України від 25 червня 2014 р. № 200. – Київ, 2015. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/200-2014-%D0%BF> – Назва з екрана. – Перевірено : 31.05.2018.
11. Секретний, «перспективний» план розвитку Укрзалізниці 2017–2025 от Бальчуна [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://blacklistuz.blogspot.com>. – Назва з екрана. – Перевірено : 31.05.2018.
12. Статистичні дані про Українські залізниці [Електронний ресурс] : М-во інфраструктури України. – 2016. – Режим доступу: <http://mtu.gov.ua/content/statistichni-dani-pro-ukrainski-zaliznici.html> – Назва з екрана. – Перевірено : 31.05.2018.
13. Шемаєв, В. В. Проблеми реформування залізничного транспорту на прикладі ПАТ «Українська залізниця» / В. В. Шемаєв // Стратегічні пріоритети. – 2016. – № 3 (40). – С. 263–268.
14. Alexandersson, G. Lessons learnt from railway deregulation and tendering in Sweden [Електронний ресурс] / Gunnar Alexandersson. – 2016. – Режим доступу: <http://bit.ly/2s0G8CI> – Назва з екрана. – Перевірено : 31.05.2018.
15. Corporate Credit Risk Premia / A. Berndt, R. Douglas, D. Duffie, M. Ferguson // Review of Finance. – 2018. – Vol. 22. – Iss. 2. – P. 419–454. doi: 10.1093/rof/rfy002
16. Fitzova, H. European railway reforms and efficiency: Review of evidence in the literature / H. Fitzova // Review of economic perspectives. – 2017. – Vol. 17. – Iss. 2. – P. 103–120. doi: 10.1515/revecp-2017-0005
17. Hongbin, H. Investor sentiment, property nature and corporate investment efficiency: Based on the mediation mechanism in credit financing / Hongbin Huang, Guanghui Jin, Jingnan Chen // China Finance Review International. – 2016. – Vol. 6. – Iss. 1. – P. 56–76. doi: 10.1108/CFRI-09-2015-0123
18. Nikitinas, V. The Models of Management of Railway Companies in the European Union: Holding, the German Experience / Vilijus Nikitinas, Stasys Dailydka // Procedia Engineering. – 2016. – Vol. 134. – P. 80–84. doi: 10.1016/j.proeng.2016.01.042
19. Seifzadeh, P. Corporate controls, geographic dispersion, and their effect on corporate financial performance in related diversified corporations / Pouya Seifzadeh // Journal of Strategy and Management. – 2017. – Vol. 10. – Iss. 1. – P. 102–117. doi: 10.1108/JSMA-10-2015-0079
20. Thompson, L. The benefits of separating rail infrastructure from operations in Public policy for the private sector [Електронний ресурс] / Louis S. Thompson. – Режим доступу: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/11562> – Назва з екрана. – Перевірено : 31.05.2018.



И. Н. ЛОМТЕВА<sup>1\*</sup>, Н. П. СНАЧЕВ<sup>2</sup>, Е. А. ТОПОРКОВА<sup>3</sup>, Л. А. ШИЛО<sup>4</sup>

<sup>1\*</sup>Каф. «Учет и налогообложение», Днепропетровский национальный университет железнодорожного транспорта имени академика В. Лазаряна, ул. Лазаряна, 2, Днипро, Украина, 49010, тел. +38(096) 226 95 66, эл. почта irinalomteva72@gmail.com, ORCID 0000-0003-2838-3851

<sup>2</sup>Каф. «Учет и налогообложение», Днепропетровский национальный университет железнодорожного транспорта имени академика В. Лазаряна, ул. Лазаряна, 2, Днипро, Украина, 49010, тел. +38 (056) 373 15 69, эл. почта snachov49@gmail.com, ORCID 0000-0001-7908-0362

<sup>3</sup>Каф. «Учет и налогообложение», Днепропетровский национальный университет железнодорожного транспорта имени академика В. Лазаряна, ул. Лазаряна, 2, Днипро, Украина, 49010, тел. +38 (056) 373 15 69, эл. почта toporkova1975@gmail.com, ORCID 0000-0003-0956-3638

<sup>4</sup>Каф. «Учет и налогообложение», Днепропетровский национальный университет железнодорожного транспорта имени академика В. Лазаряна, ул. Лазаряна, 2, Днипро, Украина, 49010, тел. +38 (056) 373 15 69, эл. почта shilomail@yandex.ru, ORCID 0000-0003-3235-1377

## ОСОБЕННОСТИ ФОРМИРОВАНИЯ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ ПАО «УКРАИНСКАЯ ЖЕЛЕЗНАЯ ДОРОГА»

**Цель.** Необходимость технологичной модернизации железнодорожной отрасли Украины, создание благоприятных условий для инвестирования и внедрение инноваций в отрасли требуют значительных финансовых ресурсов. Цель статьи – исследование возможных источников привлечения финансовых ресурсов, необходимых для развития железнодорожного транспорта Украины, в частности, при проведении дальнейших организационных мероприятий и процедур акционирования железнодорожной отрасли с целью поиска путей их оптимизации. **Методика.** В процессе исследования использованы методы сравнения, научного поиска, анализа и синтеза для изучения существующих источников финансирования корпораций за рубежом и на предприятиях Украины. **Результаты.** Проведен анализ существующих и поиск более эффективных источников формирования финансовых ресурсов, необходимых для финансирования модернизации железнодорожного транспорта в Украине в процессе акционирования железнодорожной отрасли. Рост доли финансовых результатов в сумме внутренних собственных ресурсов достигается путем проведения мероприятий по увеличению прибыли. Значительную часть финансирования хозяйственной деятельности возможно обеспечить за счет эмиссии корпоративных облигаций при наличии положительного эффекта финансового рычага. Учет эффекта финансового рычага является эффективным инструментом оптимизации структуры акционерного капитала и определения целесообразности привлечения заемных ресурсов. В процессе акционирования ПАО «Украинская железная дорога» должна создать эффективную систему финансовых ресурсов, которая бы в полной мере учитывала особенности ее деятельности, мотивировала к повышению производительности труда с конечной целью – обеспечить внешнюю конкурентоспособность железнодорожной отрасли Украины. **Научная новизна.** На основании изучения научных и методических источников, а также анализа источников финансирования хозяйственной деятельности железнодорожного транспорта предложены пути их оптимизации. **Практическая значимость.** Внедрение предложенных подходов позволит обосновать экономическую целесообразность и пропорциональность внутренних и внешних источников финансирования железнодорожного транспорта в условиях корпоратизации.

**Ключевые слова:** реформирование железнодорожного транспорта; акционирование железной дороги; источник финансирования; корпоративные облигации; собственный капитал; заемный капитал; эффект финансового рычага

I. M. LOMTIEVA<sup>1\*</sup>, M. P. SNACHOV<sup>2</sup>, O. A. TOPORKOVA<sup>3</sup>, L. A. SHYLO<sup>4</sup>

<sup>1\*</sup>Dep. «Accounting and Taxation», Dnipropetrovsk National University of Railway Transport named after Academician V. Lazaryan, Lazaryan St., 2, Dnipro, Ukraine, 49010, tel. +38 (096) 226 95 66, e-mail irinalomteva72@gmail.com, ORCID 0000-0003-2838-3851

<sup>2</sup>Dep. «Accounting and Taxation», Dnipropetrovsk National University of Railway Transport named after Academician V. Lazaryan, Lazaryan St., 2, Dnipro, Ukraine, 49010, tel. +38 (0562) 33 58 13, e-mail snachov49@gmail.com, ORCID 0000-0001-7908-0362

<sup>3</sup>Dep. «Accounting and Taxation», Dnipropetrovsk National University of Railway Transport named after Academician V. Lazaryan, Lazaryan St., 2, Dnipro, Ukraine, 49010, tel. +38 (0562) 33 58 13, e-mail toporkova1975@gmail.com, ORCID 0000-0003-0956-3638

<sup>4</sup>Dep. «Accounting and Taxation», Dnipropetrovsk National University of Railway Transport named after Academician V. Lazaryan, Lazaryan St., 2, Dnipro, Ukraine, 49010, tel. +38 (0562) 33 58 13, e-mail shilomail@yandex.ru, ORCID 0000-0003-3235-1377

## FORMATION PECULIARITIES OF FINANCIAL RESOURCES OF PJSC «UKRAINIAN RAILWAY»

**Purpose.** The need for technological modernization of the railway industry in Ukraine, creation of favorable conditions for investment and introduction of innovations in the industry require significant financial resources. The purpose of the article is investigation of possible sources of attracting financial resources necessary for development of Ukrainian railway transport, in particular, during further organizational arrangements and procedures for the railway industry corporatization to search for ways to optimize them. **Methodology.** During research the methods of comparison, scientific search, analysis and synthesis were used to study the existing sources of financing for corporations abroad and at Ukrainian enterprises. **Findings.** Analysis of the existing and search for more efficient sources of financial resources necessary for financing Ukrainian railway transport modernization in the process of the railway industry corporatization is carried out. The growth of the financial results share in the amount of internal own resources is achieved by taking measures to increase profits. A significant part of the economic activities financing can be provided by issuing corporate bonds with the presence of positive effect of the financial leverage. Accounting of the financial leverage effect is an efficient tool for optimizing the structure of the share capital and determining the expediency of loan resources. In the process of corporatization, PJSC «Ukrzaliznytsia» should create an efficient system of financial resources that fully takes into account the specifics of its activities, motivates to increase labor productivity with the ultimate purpose of ensuring the external competitiveness of the Ukrainian railway industry. **Originality.** Based on the study of scientific and methodological sources, as well as the analysis of sources for financing the economic activities of railway transport, the ways of their optimization are proposed. **Practical value.** Introduction of the proposed approaches will make it possible to justify the economic feasibility and proportionality of internal and external sources of the railway transport financing under the conditions of corporatization.

**Keywords:** railway transport reforming; railway corporatization; source of financing; corporate bonds; equity; loan capital; financial leverage effect

### REFERENCES

1. Hudkova, V., & Tiutiun, Y. (2015). Strukturno-funktsionalnyi analiz derzhavnoho rehulivuvannia rozvytku zaliznychnoho transportu. *Zbirnyk naukovykh prats Derzhavnoho ekonomiko-tehnolohichnoho universytetu transportu. Seriya: Ekonomika i upravlinnia*, 33, 70-77. (in Ukrainian)
2. Diehtiar, A. O. (2016). Osoblyvosti formuvannia stratehii rozvytku zaliznychnoho transportu Ukrainy. *Zbirnyk naukovykh prats Donetskoho derzhavnoho universytetu upravlinnia. Seriya: "Derzhavne upravlinnia"*, 298 (XVII), 5-11. (in Ukrainian)
3. Deineka, O. H., & Makovskiy, M. S. (2015). Problems of reform of ukraine railway trasnport. *Collected scientific works of Ukrainian State University of Railway Transport*, 158(1), 57-62. (in Ukrainian)
4. Kompaniets, V. V. (2017). Strategy for railway transport development: analysis of system errors and their consequences (history and the present time of implementation of the market paradigm). *The bulletin of transport and industry*, 58, 109-117. (in Ukrainian)
5. Penkova, K., Kryvinchuk, Y., & Priadko, K. (n.d.) Modeli funktsionuvannia zaliznychnykh perevezhen. Ohliad inozemnoho dosvidu: Info-rmatsiina dovidka, pidhotovlena Yevropeiskym informatsiino-doslidnytskym

## ЕКОНОМІКА ТА УПРАВЛІННЯ

- tsentrom na zapyt narodnoho deputata Ukrainy. Retrived from: <http://euinfocenter.rada.gov.ua/uploads/documents/29219.pdf> (in Ukrainian)
6. Matviienko, V. V. (2017). *Mekhanizm derzhavnoho upravlinnia rozvytkom zaliznychnoi haluzi v Ukraini* (dysertatsiia kandydata nauk z derzhavnoho upravlinnia). Donetskyy derzhavnyi universytet upravlinnia, Mariupol. (in Ukrainian)
  7. Makhova, Y. L. (2016). Strategy of development of government regulation of railway industry in Ukraine. *Problems and prospects of economics and management*, 3(7), 90-95. (in Ukrainian)
  8. Osnovni aspekty stratehii rozvytku PAT «Ukrzaliznytsia» 2017–2021 roky. (n.d.). Retrived from: [https://www.uz.gov.ua/files/file/Strategy\\_Presentation\\_fin1.pdf](https://www.uz.gov.ua/files/file/Strategy_Presentation_fin1.pdf). (in Ukrainian)
  9. Pro Investytsiinu Diialnist: Zakon Ukrainy 1991, № 1561-XII. (1991). Retrived from: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1560-12> (in Ukrainian)
  10. Pro utvorennia publicnoho aktsionernoho tovarystva «Ukrainska zaliznytsia»: Postanova Kabinetu Ministriv Ukrainy 2014, № 200. (2015). Retrived from: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/200-2014-%D0%BF> (in Ukrainian)
  11. Sekretnyy, «perspektivnyy» plan razvitiya Ukrzaliznytsi 2017–2025 ot Balchuna (2018, May 31). Retrived from: <http://blacklistuz.blogspot.com> (in Russian)
  12. Statystychni dani pro Ukrainski zaliznytsi (2018, May 31). Retrived from: <http://mtu.gov.ua/content/statistichni-dani-pro-ukrainski-zaliznici.html> (in Ukrainian)
  13. Shemayev, V. V. (2016). Problems of the railway transport reform: a case study of PJSC «ukrainian railway». *Stratehichni priorytety*, 3(40), 263-268. (in Ukrainian)
  14. Alexandersson G. (2016). Lessons learnt from railway deregulation and tendering in Sweden. Retrived from: <http://bit.ly/2s0G8CI> (in English)
  15. Berndt, A., Douglas, R., Duffie, D., & Ferguson, M. (2018). Corporate Credit Risk Premia. *Review of Finance*, 22(2), 419-454. doi: 10.1093/rof/rfy002 (in English)
  16. Fitzova, H. (2017). European railway reforms and efficiency: Review of evidence in the literature *Review of economic perspectives*, 17(2), 103-120. doi: 10.1515/revrecp-2017-0005 (in English)
  17. Hongbin, H., Guanghui, J., & Jingnan, C. (2016). Investor sentiment, property nature and corporate investment efficiency: Based on the mediation mechanism in credit financing. *China Finance Review International*, 6(1), 56-76. doi: 10.1108/CFRI-09-2015-0123 (in English)
  18. Nikitinas, V. & Dailydka, S. (2016). The Models of Management of Railway Companies in the European Union: Holding, the German Experience. *Procedia Engineering*, 134, 80-84. doi:10.1016/j.proeng.2016.01.042 (in English)
  19. Seifzadeh, P. (2017). Corporate controls, geographic dispersion, and their effect on corporate financial performance in related diversified corporations. *Journal of Strategy and Management*, 10(1), 102-117. doi: 10.1108/JSMA-10-2015-0079 (in English)
  20. Thompson, L. (1997). The benefits of separating rail infrastructure from operations. *Wievpoint*, December (135). Retrived from: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/11562> (in English)

Стаття рекомендована до публікації д.ек.н., проф. В. В. Бобилем (Україна)

Надійшла до редколегії: 28.02.2018

Прийнята до друку: 25.05.2018