

С. В. Кульпінський, А. В. Базавлук

ТРАНСФОРМАЦІЯ ФІНАНСОВОЇ ПОЛІТИКИ ПІДПРИЄМСТВ ЗАЛІЗНИЧНОГО ТРАНСПОРТУ УКРАЇНИ В УМОВАХ ДЕФІЦИТУ КАПІТАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

У статті проаналізовано тенденції розвитку залізничної інфраструктури в Україні та оцінено майновий стан підприємств залізничного транспорту. Проведено регресійний аналіз впливу їхньої фінансової політики на рентабельність основних засобів залізничного транспорту. Виявлено істотний позитивний вплив довгострокового боргу на рентабельність за негативного впливу нерозподіленого прибутку. Досліджено, як амортизаційна політика й політика оновлення основного капіталу підприємств відбиваються на загальному рівні заборгованості, та на підставі цього зроблено висновок про необхідність нарощування довгострокового боргу для фінансування інвестиційного розвитку на залізничному транспорті. Шляхом оцінки панельних регресій, виявлення міри впливу зростання левереджу на рентабельність та експериментальної підстановки коефіцієнтів регресії встановлено граничні значення для рівня боргового навантаження й використання власного капіталу підприємствами галузі. Визначено, що висока вартість залученого капіталу та низька ефективність функціонування підприємств залізничного транспорту зумовлюють потребу в обмеженні граничних значень левереджу та пошуку альтернативних джерел залучення фінансового ресурсу такими підприємствами. Одним із них є сек'юритизація активів, яка має знизити вартість залученого ресурсу та сприяти ефективнішому управлінню проектами на підприємствах галузі. Запропоновано схему фінансування через сек'юритизацію активів у рамках державно-приватного партнерства на залізничному транспорті.

Ключові слова: фінансові ресурси, залізничний транспорт, амортизаційна політика, основні засоби, сек'юритизація.

Форм. 2. Рис. 1. Табл. 4. Літ. 10.

С. В. Кульпинский, А. В. Базавлук

ТРАНСФОРМАЦИЯ ФИНАНСОВОЙ ПОЛИТИКИ ПРЕДПРИЯТИЙ ЖЕЛЕЗНОДОРОЖНОГО ТРАНСПОРТА УКРАИНЫ В УСЛОВИЯХ ДЕФИЦИТА КАПИТАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

В статье проанализированы тенденции развития железнодорожной инфраструктуры в Украине и оценено имущественное состояние предприятий железнодорожного транспорта. Проведен регрессионный анализ воздействия их финансовой политики на рентабельность основных средств железнодорожного транспорта. Выявлено существенное положительное влияние долгосрочного долга на рентабельность при отрицательном влиянии нераспределенной прибыли. Исследовано, как амортизационная политика и политика обновления основного капитала предприятий отражаются на общем уровне задолженности, и на основании этого сделан вывод о необходимости наращивания долгосрочного долга для финансирования инвестиционного развития на железнодорожном транспорте. Путем оценки панельных регрессий, определения меры влияния роста левереджа на рентабельность и экспериментальной подстановки коэффициентов регрессии установлены предельные значения для уровня долговой нагрузки и использования собственного капитала предприятиями отрасли. Определено, что высокая стоимость привлеченного капитала и низкая эффективность функционирования предприятий железнодорожного транспорта обуславливают необходимость ограничения предельных значений левереджа и поиска альтернативных источников привлечения финансового ресурса такими предприятиями. Одним из них является секьюритизация активов,

© Кульпінський С. В., Базавлук А. В., 2016

которая должна снизить стоимость привлеченного ресурса и способствовать более эффективно управлению проектами на предприятиях отрасли. Предложена схема финансирования посредством секьюритизации активов в рамках государственно-частного партнерства на железнодорожном транспорте.

Ключевые слова: финансовые ресурсы, железнодорожный транспорт, амортизационная политика, основные средства, секьюритизация.

Serhii Kulpinskyi, Alina Bazavluk

FINANCIAL POLICY TRANSFORMATION IN THE RAIL TRANSPORT OF UKRAINE IN CONDITIONS OF CAPITAL INVESTMENT DEFICIT

The trends of the railway infrastructure development in Ukraine and current conditions of fixed assets in the railway transport have been analyzed. Regression analysis of the impact of railway transport financial policy on the profitability of its assets has been conducted. A significant positive impact of long-term debt on the profitability has been found with negative moderate impact of retained earnings. The effects of the amortization policy and fixed assets renovation of rail transport companies on the overall debt ratio were estimated and on the basis of this estimate the conclusion on the necessity to accumulate long-term debt to finance capital investment of the railway transport has been drawn. The extent of the leverage growth impact on profitability has been estimated by panel regressions and based on experimental substitution of regression coefficients, relevant marginal levels of both debt and railway transport enterprises' equity to finance capital needs have been determined. High cost of loans and debt coupled with the low efficiency of the sector companies have been identified as key reasons enhancing the need to limit increases in leverage and providing rationales to look for alternative sources of funding. One of proposed sources is assets securitization, which should reduce the cost of raising funds and promote more effective project management at the companies of the industry. The scheme of raising long-term funds through assets securitization within public-private partnership framework in rail transport has been designed.

Keywords: financial resources, rail transport, depreciation policy, fixed assets, securitization.

JEL classification: C22, H54, G38, R40.

Значне відставання розвитку вітчизняної залізничної інфраструктури від ряду країн, що розвиваються, як за якістю надання послуг, так і за кількістю перевезень, високі фінансові витрати на її підтримку й модернізацію, а також необхідність оновлення рухомого складу на залізничному транспорті зумовлюють потребу в розробленні засад фінансової політики, підвищенні ефективності управління власними ресурсами на підприємствах залізничного транспорту та використанні потенціалу приватного інвестування в забезпеченні їх довгостроковими коштами. Не менш важливим завданням державної політики є визначення засад подальшої приватизації підприємств галузі, відповідного підвищення ефективності їх функціонування при переданні окремих активів у приватне управління з відповідним створенням передумов для фінансового забезпечення підприємств на тлі циклічності економічного розвитку та нерівномірної пропозиції інвестиційних ресурсів [1].

Сучасний етап розвитку залізничного транспорту в Україні має низку особливостей, котрі істотно впливають на фінансові відносини в галузі, а саме: вагомий вплив держави як власника на економіку залізничного транспорту, що, з одного боку, призводить до централізації процесів управління, з другого — до

неоднозначної оцінки діяльності держави-власника; існування великої кількості підприємств змішаної форми власності, де поєднано інтереси держави та приватних осіб; обмежені можливості держави-власника щодо фінансового забезпечення за рахунок централізованих джерел, зокрема бюджетного фінансування; відсутність чіткої державної стратегії розвитку залізничного транспорту в Україні. При цьому ступінь зносу основних засобів транспортних підприємств становить 96,5 % [2]. Підвищення інвестиційної привабливості залізничного транспорту передбачає збільшення капіталізації, створення стабільної і сприятливої для інвесторів законодавчої бази та забезпечення рентабельності залізничного транспорту [3]. Заходи з підтримки в належному стані рухомого складу та убезпечення руху потребують значних фінансових витрат. За даними Міністерства інфраструктури України, щорічна потреба в капітальних вкладеннях становить понад 33,6 млрд грн, лєвова частка яких (майже 23 млрд грн) припадає на оновлення й модернізацію рухомого складу [4].

За таких умов доцільно виявити закономірності та взаємозв'язки, що виникають у процесі здійснення капітальних інвестицій підприємств залізничної галузі. Для формування відповідних рекомендацій потрібно оцінити ефективність інвестицій та визначити основні напрями поліпшення діяльності й залучення додаткового фінансового ресурсу.

Проаналізуємо показники оцінки майнового стану підприємств залізничного транспорту та фактори впливу на них. Домінуючим підходом до визначення мети діяльності підприємства є той, що націлений на максимізацію його ринкової імпліцитної вартості, тобто вартості акціонерного капіталу, порівняно з ринковими аналогами за низкою відносних фінансових показників за умови максимально ефективного використання фінансових ресурсів підприємства при функціонуванні в ринковому середовищі. Ціна акцій, або їх потенційна вартість у разі розміщення на фондовому ринку, залежить від взаємодії багатьох чинників, особливе місце серед яких посідають показники діяльності підприємства. Одним із головних показників є рентабельність. Із позиції фінансового забезпечення капітальних інвестицій необхідно розглянути рентабельність основних засобів підприємств залізничного транспорту України. Проаналізуємо такі коефіцієнти: придатності, оновлення й вибуття основних засобів (ОЗ) та визначимо їх зв'язок із рентабельністю останніх (табл. 1).

Як бачимо, середня залишкова вартість основних засобів підприємств залізничного транспорту вибірки з 25 підприємств коливається від 20 до 80 %. Для більшості з них характерне значення, близьке до 40 %. Це свідчить про доволі істотний знос основних засобів, що може негативно позначитися на ефективності діяльності підприємств. На думку Н. Богомолової, оновлення основних засобів на підприємствах залізничного транспорту за рахунок амортизації відбувається лише на 7,5—10 % [5].

Таблиця 1. Середні значення основних показників оцінки майнового стану вибіркової сукупності підприємств залізничного транспорту в період 2009—2014 рр.

Показник	Коефіцієнт придатності ОЗ	Коефіцієнт оновлення ОЗ	Коефіцієнт вибуття ОЗ	Рентабельність (+) / збитковість (-) ОЗ, %
Мінімальне значення	20	0	0	-16,62
Максимальне значення	80	22	33	87,21
Середнє значення	43	5	3	6,43
Медіана	41	4	1	1,60

Джерело: розраховано за: Фінансова звітність акціонерних товариств [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://smida.gov.ua/>.

Коефіцієнт оновлення є надзвичайно важливим, коли йдеться про капітальні інвестиції. Хоча його максимальне значення за досліджуваними підприємствами становить 22 %, загалом частка основних засобів, які надійшли за період, перебуває на рівні 4 %. Зазначене може бути причиною низької рентабельності діяльності, адже оновлення відбувається надто повільно. До речі, на цю тенденцію вказують також середні показники вибуття.

У свою чергу, рентабельність основних засобів досліджуваних підприємств коливається від 87 до -17 %, при цьому середнє значення за вибіркою є набагато більшим за медіану. Причина — наявність кількох високорентабельних компаній на тлі великої кількості підприємств із істотно гіршими фінансовими результатами. З метою встановлення взаємозв'язку досліджуваних показників розрахуємо кореляцію між ними (табл. 2).

Таблиця 2. Кореляційна матриця значень показників оцінки майнового стану досліджуваної групи підприємств залізничного транспорту в період 2009—2014 рр.

	Коефіцієнт придатності ОЗ	Коефіцієнт оновлення ОЗ	Коефіцієнт вибуття ОЗ	Рентабельність (+) / збитковість (-) ОЗ, %
Коефіцієнт придатності ОЗ	1	0,39	0,19	0,50
Коефіцієнт оновлення ОЗ	0,39	1	0,25	0,82
Коефіцієнт вибуття ОЗ	0,19	0,25	1	0,26
Рентабельність (+) / збитковість (-) ОЗ, %	0,50	0,82	0,26	1

Джерело: розраховано за: Фінансова звітність акціонерних товариств [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://smida.gov.ua/>.

Як видно з табл. 2, найщільніші взаємозв'язки спостерігаються між рентабельністю основних засобів та коефіцієнтами оновлення й придатності. Кореляція рентабельності з коефіцієнтом вибуття основних засобів є досить низькою, а тому при побудові моделі цим фактором знехтуємо. Загалом отримані результати кореляційного зв'язку між показниками майнового стану дають підстави досить однозначно стверджувати: розвиток залізничного транспорту в Україні можливий виключно за рахунок активізації

інвестиційної діяльності, зокрема зміни динаміки залученого боргу та нерозподілених прибутків.

Для детальнішого дослідження взаємозв'язку показників проведемо регресійний аналіз методом найменших квадратів. Його результатом є рівняння, побудовані на основі опрацювання статистичних даних фінансової звітності 25 підприємств залізничного транспорту за період 2001—2014 рр. Насамперед було оцінено вплив використання власних і залучених підприємствами ресурсів на ефективність їхньої діяльності загалом та особливості внутрішнього фінансового менеджменту (табл. 3).

Таблиця 3. Багатофакторна модель оцінки впливу на рентабельність основних засобів

Показник	Примітка
Рентабельність основних засобів (ендогенний чинник), ROE	Характеризує ефективність використання власних ресурсів
Нерозподілений прибуток підприємств, RETAINED_EARN	Виражає можливості реінвестування прибутків підприємствами
Довгостроковий борг, LONG-TERM-DEBT	У вигляді банківських кредитів чи облігацій
Фіктивна змінна для 2011 р., DUMMY11	Зафіксовані значні виплати боргу за банківськими кредитами підприємств залізничного транспорту

Джерело: побудовано на основі аналізу фінансової звітності підприємств залізничного транспорту.

У результаті оцінювання впливу різних складових управління фінансовими ресурсами підприємств галузі на рентабельність основних засобів виявлено, що її низький рівень спричинений головним чином великими обсягами довгострокового боргу, а також неефективним управлінням оборотними й необоротними активами підприємств галузі та нераціональним розподілом фінансового ресурсу, що в кінцевому підсумку погіршує показники рентабельності.

$$\begin{aligned}
 ROE = & -0,81 - 0,08 \cdot \text{LOG}(\text{RETAINED_EARN}) + \\
 & (-1,1) \quad (-0,82) \\
 & + 0,12 \cdot \text{LOG}(\text{LONG-TERM-DEBT}) - 0,17 \cdot \text{DUMMY11}^1. \quad (1) \\
 & (2,58) \quad \quad \quad (-1,3)
 \end{aligned}$$

Коефіцієнт детермінації регресії $R^2 = 0,51$.

Статистика Дарбіна — Уотсона — 2,11, $F = 4,1$, $p = 0,04$.

Оцінка регресійної залежності (1) свідчить про незначний негативний вплив збільшення невикористаних коштів підприємств протягом звітного періоду на прибутковість їхньої діяльності. Більш вагомий і позитивний вплив на прибутковість має залучений підприємствами довгостроковий борг. Зростання такого боргу у вигляді банківських кредитів чи облігацій на 1 % призводить

¹ У дужках під відповідними змінними наведена t -статистика.

до приросту коефіцієнта рентабельності основних засобів на 0,12 %. Це вказує на інвестиційне спрямування залучених боргових зобов'язань, що сприяє підвищенню прибутковості. Однак зауважимо, що нарощування боргу в цій галузі, як і на кожному підприємстві, має певні обмеження, пов'язані з погіршенням кредитоспроможності підприємств або їхнього кредитного рейтингу. Це підтверджується також значенням фіктивної змінної (для 2011 р.), котра засвідчила позитивний вплив на рентабельність масштабного делевереджу підприємств галузі. Тому нижче наведено визначені нами оптимальні показники боргового навантаження. Оцінка також виявила зниження рентабельності основних засобів за збільшення обсягів нерозподіленого прибутку. До причин її зниження можна віднести загалом неефективне управління оборотними й необоротними активами підприємств, відсутність довгострокової стратегії інвестування залучених чи одержаних у вигляді прибутку коштів у розвиток на тлі істотного зносу основних засобів. Якщо в низці провідних корпорацій світу, котрі в останні роки стикаються з проблемою чималих коштів на рахунках підприємств, значні обсяги прибутків не реінвестуються, а залишаються у вигляді коштів на їхніх рахунках або розподіляються серед акціонерів [6], то на підприємствах залізничного транспорту вони фактично спрямовуються на покриття збитків.

Отже, було проаналізовано зміни у внутрішній фінансовій політиці підприємств, зокрема її вплив на залучення боргу, або на показник фінансового левереджу. З'ясовано, що амортизаційна політика підприємств залізничного транспорту, яка відображається в зміні індикаторів майнового стану, має неоднорідний вплив на залучення боргу, тобто на показник фінансового левереджу (табл. 4).

Таблиця 4. Багатофакторна модель оцінки впливу на левередж

Показник	Примітка
Показник фінансового левереджу підприємств залізничного транспорту (ендогенний чинник), LEVERAGE	Характеризує ступінь заборгованості підприємств
Коефіцієнт зносу основних засобів, AMORT	Відображає технічний стан основних фондів та, відповідно, потребу в їх оновленні
Коефіцієнт оновлення основних засобів, FIX_ASSETS_RENOV	Показує, наскільки активно вводяться в експлуатацію основні фонди

Джерело: побудовано на основі аналізу фінансової звітності підприємств залізничного транспорту.

Згідно з результатами оцінки, прискорення зносу основного капіталу призводить до істотного зниження показника фінансового левереджу. При цьому динамічне оновлення основних засобів, виражене зростанням його коефіцієнта, помітно збільшує показник заборгованості, тобто процес оновлення відбувається переважно за рахунок залучення позикових ресурсів.

$$\begin{aligned} \text{LOG(LEVERAGE)} = & -0,8 - 2,86 \cdot \text{LOG(AMORT)}^1 + \\ & (-0,44) (-2,71) \\ & + 0,56 \cdot \text{LOG(FIX_ASSETS_RENOV)}. \end{aligned} \quad (2)$$

(0,9)

Коефіцієнт детермінації регресії $R^2 = 0,6$.

Статистика Дарбіна — Уотсона — 2,21, $F = 3,69$, $p = 0,1$.

Оновлення основних засобів виявилось найбільш значущим чинником залучення боргу підприємствами галузі. За зростання відповідного коефіцієнта на 1 % показник левереджу збільшується на 0,56 %. Водночас приріст коефіцієнта зносу основних засобів на 1 % призводить до зменшення левереджу на 2,8 %, що пояснюється, по-перше, недостатнім стимулюванням підприємств галузі до залучення боргу за активізації амортизаційної політики; по друге, характерними рисами самого процесу оновлення, котре не має вираженого інвестиційного спрямування. Специфіка галузі полягає в залученні переважно короткострокового боргу на поточний ремонт тепловозів чи залізничних колій, однак заміна рухомого складу вимагає масштабних, довгострокових капітальних інвестицій, обсяги яких останніми роками скорочуються, особливо у вигляді бюджетних видатків. Залучення саме довгострокового боргу, згідно з рівнянням (1), загалом позитивно позначається на прибутковості підприємств залізничного транспорту. Утім, через погіршення технічного стану рухомого складу та дефіцит інвестиційних коштів залучити борг можна лише на поточний ремонт, при цьому оновлення основних фондів фактично не відбувається, а загальне боргове навантаження зростає. Тому для модернізації й оновлення основних засобів потрібно залучати передусім довгострокові фінансові ресурси.

В умовах збереження протягом тривалого періоду часу високих процентних ставок, які ускладнюють залучення боргу для переважної більшості підприємств, а також унеможливають емісії корпоративних облігацій, постає потреба у визначенні граничних параметрів залучення боргу з відповідним використанням власного капіталу. Це сприятиме проведенню ефективнішої фінансової політики для підприємств залізничного транспорту, а також утриманню середньозваженої вартості залученого капіталу на прийнятному рівні.

З цією метою за допомогою панельної регресії оцінено вплив зростання показника левереджу на рентабельність основних засобів та визначено коефіцієнти такого впливу. Отримані в результаті оцінки відкалібровані коефіцієнти підставлено під кожне з 25 підприємств залізничного транспорту. Шляхом експериментальної підстановки значень левереджу для кожного з підприємств виявлено такий їх граничний рівень, за якого рентабельність починає знижуватися. З'ясовано, що найвища рентабельність основних засобів досягається за значення левереджу 0,2. Аналогічним чином оцінено використання

¹ У дужках під відповідними змінними наведена t -статистика.

різних пропорцій власного капіталу. Встановлено, що його частка в загальних активах повинна дорівнювати щонайменше 80 %.

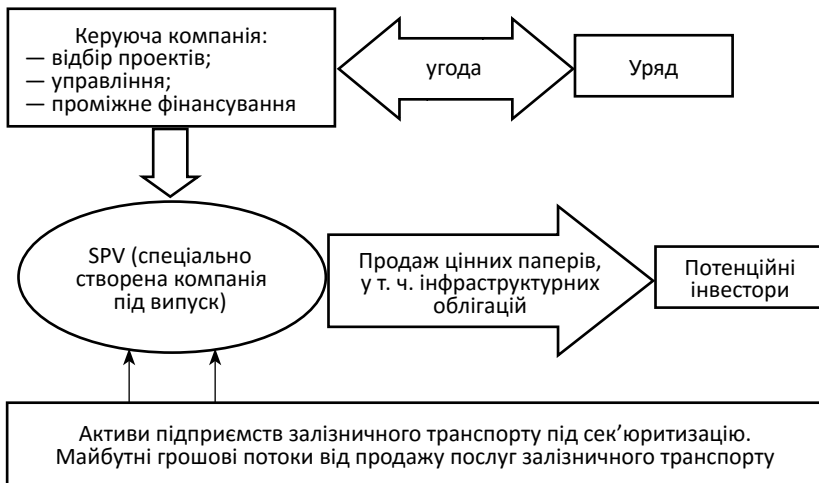
Головною причиною порівняно низького допустимого значення левереджу є висока вартість позичкового ресурсу в Україні й, відповідно, обслуговування боргу. Так, після розміщення облігацій ДП “Укрзалізниця”, найбільшого підприємства галузі, під 18 % його рентабельність знизилася [7]. За меншої вартості кредиту для підприємств залізничного транспорту наведені значення левереджу могли бути вищими.

В умовах надмірного рівня процентних ставок за кредитами, котрий перевищує операційну рентабельність діяльності підприємств залізничного транспорту, істотного зносу основних засобів та зниження загальної ефективності їхньої діяльності постає потреба в пошуку нових форм залучення боргових ресурсів, які не чинитимуть значного боргового тиску на їх фінансовий стан та сприятимуть зростанню рентабельності. Так, у рамках державно-приватного партнерства доцільно передати стратегічно важливі сегменти залізничного транспорту в середньострокове користування приватним структурам, утім, при цьому важливо залишити контроль із боку держави. Приклад британської компанії з обслуговування залізничної інфраструктури, яка у 2001 р. збанкрутувала після повної приватизації останньої, доводить ризикованість передання активів у цілковите приватне користування [8]. До речі, після того напрями державно-приватного партнерства було розширено з приводу передання інфраструктури в тимчасове користування. Керівні органи Євросоюзу навіть вимагають від країн-членів розподілу управління залізничної інфраструктури й перевезень, однак не всі з них виконують цю вимогу.

Як показав аналіз, ефективне функціонування підприємств залізничного транспорту можливе за незначного боргового навантаження (граничне значення левереджу щонайбільше 0,2), що зумовлює потребу в залученні принципово нових інструментів фінансування. До них можна віднести, зокрема, сек'юритизацію активів підприємств залізничного транспорту, котра передбачає формування пулу активів підприємств перевізників для їх продажу на фінансовому ринку.

Сек'юритизація може здійснюватися шляхом передання частини активів перевізників залізничного транспорту в спеціально створену компанію, при цьому проводиться оцінка потенційних грошових потоків від реалізації послуг залізниці та продаж емітованих цінних паперів на фінансовому ринку, що можуть бути викуплені як державними, так і приватними інвесторами. Перевагами такого виду фінансування є: розподіл ризиків, підвищення ліквідності активів, можливість структурування позик. До боргових інструментів у цьому випадку можуть бути віднесені проектні чи інфраструктурні облігації, а також забезпечені грошовими надходженнями. При цьому завданням держави є забезпечення позитивної кредитної історії емітента, оцінка грошових

потоків і пошук інвестора на прийнятних умовах. На думку вітчизняних науковців, сек'юритизація має стати джерелом додаткового капіталу в інфраструктурні проекти без обов'язкової зміни законодавства, причому значна частина робіт із проектного фінансування готова до неї [9]. Таким чином, сек'юритизацію можна вважати однією з форм спільної діяльності, оскільки частина об'єктів, а отже, й активів передається в управління іншій, як правило, державній компанії. Остання здійснює продаж боргових інструментів після трансформації в них грошових надходжень, котрі формуються з активів, що генерують грошовий потік (рисунок).



Джерело: побудовано авторами.

Рисунок. Пропонована схема сек'юритизації на залізничному транспорті

Як показав досвід ряду країн, що розвиваються, зокрема Індії, Чилі, Перу, Малайзії та Бразилії, в умовах слаборозвинених фінансових ринків і відсутності державної підтримки проектів, які започатковуються, структурування й розміщення інфраструктурних боргових інструментів практично не можливе [10]. Тому, щоб досягти прийнятної вартості грошових ресурсів при запровадженні схем сек'юритизації, необхідно забезпечити фінансування проектів залізничного транспорту частково з власних коштів та провести оцінку потенційних грошових потоків від проектів.

Підсумовуючи викладене, слід зазначити таке. У результаті оцінювання впливу застосування власних і залучених ресурсів підприємств залізничного транспорту на ефективність їхньої діяльності загалом та особливості внутрішнього фінансового менеджменту виявлено переваги залучення боргу над використанням власних ресурсів. Визначення того, як оновлення основних засобів відбивається на показниках заборгованості, та сформульовані пропозиції

щодо зменшення негативного впливу на неї прискорення зносу основних засобів повинні сприяти вдосконаленню політики фінансового ресурсозабезпечення на підприємствах галузі. Встановлено, що показники рентабельності досліджуваних підприємств погіршувалися, зокрема, внаслідок неефективного управління їхніми активами за одночасного скорочення обсягів капітальних інвестицій, котрі мусили підвищити рентабельність у довгостроковій перспективі; разом із тим залучення довгострокового боргу позитивно позначається на рентабельності, оскільки має переважно інвестиційне спрямування.

З'ясовано, що боргове навантаження на підприємствах галузі повинне становити близько 0,2, тому пропонується перейти до інших форм фінансування із залученням приватних інвесторів та передати частину активів у їх управління з проведенням відповідної оцінки потенційних грошових потоків. Однією з новачинних форм фінансового менеджменту в рамках державно-приватного партнерства на залізничному транспорті може стати сек'юритизація активів підприємств галузі, яка передбачає трансформацію майбутніх грошових потоків у інструменти фінансового ринку через створені для цього спеціальні компанії або передання в довірче управління банкам чи інвестиційним компаніям активів, задіяних у інвестиційних проектах галузі. Перевагами сек'юритизації є нижча вартість залученого фінансового ресурсу та можливість знайти додаткових інвесторів на сприятливих умовах.

Список використаних джерел

1. Інвестиційні механізми структурних трансформацій у транспортній галузі : аналіт. записка [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.niss.gov.ua/articles/995>.
2. Транспорт і зв'язок України 2013 : стат. зб. / Держ. служба статистики України. — К., 2014. — 221 с.
3. Про схвалення Державної програми реформування залізничного транспорту на 2008—2015 роки : розпорядження Кабінету Міністрів України від 27.12.2006 № 651-р [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.mtu.gov.ua/ru/alias_50/2131.html.
4. Офіційний веб-сайт Міністерства інфраструктури України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.mtu.gov.ua/uk/alias_166/32209.html.
5. Богомолова Н. І. Фінансова стратегія розвитку залізничного транспорту: сутність та особливості формування / Н. І. Богомолова // Ефективна економіка. — 2012. — № 1 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/index.php?operation=1&iid=881>.
6. U. S. Companies Stashing More Cash Abroad As Stockpiles Hit Record \$1.45t // Forbes [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.forbes.com/sites/afontevvecchia/2013/03/19/u-s-companies-stashing-more-cash-abroad-as-stock-piles-hit-record-1-45t/>.
7. Укрзалізниця здійснила дебютний випуск облігацій / Укрзалізниця [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.uz.gov.ua/press_center/up_to_date_topic/page-50/345458/.
8. Laisi M. Organizing the rail-related Services in Deregulated Railway Markets — Learning from Swedish, Danish and British Experiences / M. Laisi // Research Reports of the Finnish Transport Agencies. — 2012. — No 26.— 124 p.

9. Дзюблюк О. Особливості сек'юритизації у механізмі управління кредитним ризиком банківської діяльності / О. Дзюблюк // Вісник Тернопільського національного економічного університету. — 2009. — Вип. 2. — С. 45—55.

10. Metzui M. Structured Finance: Conditions for Infrastructure Project Bonds in African Markets / M. Metzui, B. Hundal // African Bank Development Group. — NEPAD, 2013. — 420 p.

References

1. The National Institute for Strategic Studies. (n. d.). Investycyjni mekhanizmy strukturykh transformacij u transportnij haluzi: analitychna zapyska [Investment mechanisms of structural transformations in the transport sector: analytical note]. www.niss.gov.ua. Retrieved from <http://www.niss.gov.ua/articles/995> [in Ukrainian].

2. State Statistics Service of Ukraine. (2014). Transport i zv'yazok Ukrainy 2013: statystychnyj zbirnyk [Transport and communications of Ukraine 2013: Statistical Yearbook]. Kyiv: Author [in Ukrainian].

3. Cabinet of Ministers of Ukraine. (2006). Pro skhvalennya Derzhavnoyi prohramy reformuvannya zaliznychnoho transportu na 2008—2015 roky [On approval of the State program of reforming the railway transport for 2008-2015] (*Order No. 651-p*, December 27). Retrieved from http://www.mtu.gov.ua/ru/alias_50/2131.html [in Ukrainian].

4. Oficijnyj veb-sajt Ministerstva infrastruktury Ukrainy [The official website of the Ministry of Infrastructure of Ukraine]. www.mtu.gov.ua. Retrieved from http://www.mtu.gov.ua/uk/alias_166/32209.html [in Ukrainian].

5. Bohomolova, N. I. (2012). Finansova stratehiya rozvytku zaliznychnoho transportu: sutnist' ta osoblyvosti formuvannya [Financial strategy of the railway: essence and features formation]. *Efektivna ekonomika* [Efficient economy], 1. Retrieved from <http://www.economy.nayka.com.ua/index.php?operation=1&iid=881> [in Ukrainian].

6. U. S. Companies Stashing More Cash Abroad As Stockpiles Hit Record \$1.45t. (2013, March 19). *Forbes*. Retrieved from <http://www.forbes.com/sites/afontevvecchia/2013/03/19/u-s-companies-stashing-more-cash-abroad-as-stock-piles-hit-record-1-45t/>.

7. Ukrzaliznytsia. (2013, May 22). Ukrzaliznytsya zdziysnyla debyutnyj vypusk obliacij [Placement of Eurobonds worth \$500 m to cost Ukrzaliznytsia \$4 m]. www.uz.gov.ua. Retrieved from http://www.uz.gov.ua/press_center/up_to_date_topic/page-50/345458/ [in Ukrainian].

8. Laisi, M. (2012). Organizing the rail-related Services in Deregulated Railway Markets — Learning from Swedish, Danish and British Experiences. *Research Reports of the Finnish Transport Agencies*, 26, 1-124.

9. Дзюблюк О. Особливості сек'юритизації у механізмі управління кредитним ризиком банківської діяльності / О. Дзюблюк // Вісник Тернопільського національного економічного університету. — 2009. — Вип. 2. — С. 45—55.

9. Dzubyuk, O. (2009). Osoblyvosti sek'yurytyzacyi u mekhanizmi upravlinnya kredytnym ryzykom bankivs'koyi diyal'nosti [Features in the mechanism of securitization of banking credit risk]. *Visnyk Ternopil's'koho nacional'noho ekonomichnoho universytetu* [Journal of Ternopil National Economic University], 2, 45-55 [in Ukrainian].

10. Metzui, M., & Hundal, B. (2013). Structured Finance: Conditions for Infrastructure Project Bonds in African Markets. Belvedere: African Bank Development Group.