

*Н. С. Орлова,  
д. держ. упр., проф., професор кафедри управління,  
Київський університет імені Бориса Грінченка, м. Київ  
В. В. Матвієнко,  
аспірант, Донецький державний університет управління, м. Маріуполь*

# НАПРЯМИ ПІДВИЩЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ НАЦІОНАЛЬНИХ ЗАЛІЗНИЦЬ УКРАЇНИ

N. Orlova,  
Dr. of Public Administration, prof., Professor of the Department of Management,  
Kyiv University of Borys Grinchenko, Kyiv  
V. Matvienko,  
graduate of Donetsk State University of Management, Mariupol

## DIRECTIONS OF INCREASE INVESTMENT ATTRACTIVENESS OF UKRAINE NATIONAL RAILWAYS

***У статті досліджено фактори роботи залізниць на товарно-транспортних ринках регіонів (внутрішні, зовнішні). Доведено, що одним з ключових інструментів економічної стабілізації є інвестиції в залізничну інфраструктуру. Досліджено інструменти залучення довгострокового фінансування масштабних інфраструктурних проектів та визначено, що емісія боргових цінних паперів — перспективне джерело додаткових інвестиційних ресурсів для України. Досліджено методи оцінки інвестиційної привабливості залізничного транспорту (RPI, EBITDA, рейтингові агентства Standard&Poor's та Fitch). Визначено причини низької інвестиційної привабливості Укрзалізниці. Обґрунтовано необхідність удосконалення управління інвестиційною діяльністю залізниць та визначено напрями підвищення інвестиційної привабливості залізничного транспорту України. Виходячи з наявних конкурентних переваг на світовому ринку, виділено основні пріоритетні напрями інвестування в залізничний сектор України.***

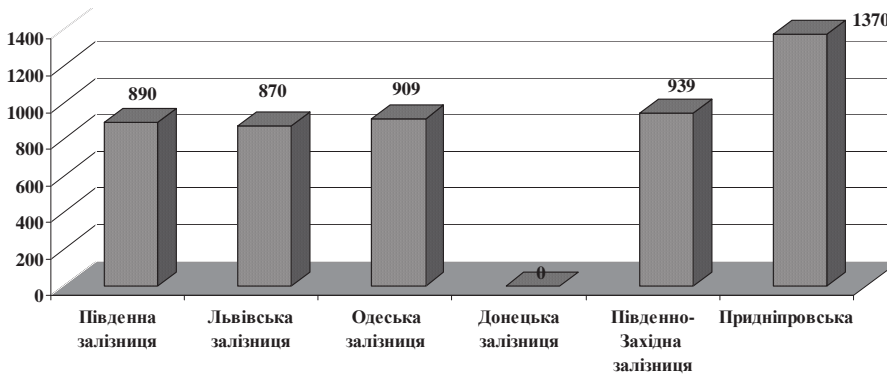
***In the article the factors of the railways in commodity markets and transport areas (internal, external) are investigated. It is proved that one of the key instruments of economic stabilization are investments in railway infrastructure. There is researched tools to attract long-term financing of large infrastructure projects and determined that the issue of debt securities — a promising source of additional investment resources for Ukraine. There is investigated the methods of assessing the investment attractiveness of rail transport (RPI, EBITDA, rating agencies Standard & Poor's and Fitch). It is defined the reasons of low investment attractiveness of Railways. It is justified the necessity of improvement of railway undertaking's investment activity and identified areas of improvement of investment attractiveness of rail transport Ukraine. Based on the existing competitive advantages in the global market there is highlighted the main priorities for investment in the railway sector in Ukraine.***

*Ключові слова: залізничний транспорт, кредитування, інвестиції, інвестиційна привабливість, облігації.  
Key words: railway transport, credit, investments, investment attractiveness, bonds.*

### ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ У ЗАГАЛЬНОМУ ВИГЛЯДІ

Стабільність розвитку національної економіки залежить від ступеня розвитку кожної з її галузей та інфраструктурних елементів. Ефективне використання залізничного транспорту є необхідною умовою для забезпе-

чення обороноздатності, національної безпеки і цілісності держави, підвищення рівня життя населення. Він є передумовою для стабільного розвитку та підйому економіки країни, розширення зовнішньоекономічної діяльності, посилення конкурентоспроможності та збільшення обсягів виробництва продукції, розширення зв'язків



**Рис. 1. Випуск корпоративних облігацій Укрзалізницею в 2015 році, млн грн.**

Джерело: [5].

між підприємствами та захисту економічних інтересів України.

Сучасний стан залізничного транспорту України доводить необхідність вжиття кардинальних заходів для забезпечення державної підтримки його реформування, підвищення інвестиційної привабливості та необхідність удосконалення управління інвестиційною діяльністю підприємств залізничного транспорту України за рахунок формування ефективного механізму інвестиційного забезпечення.

### АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Питання інвестування в залізничний транспорт розглядали такі вчені як Бойко О.В. [1], Гурнак В.М. [2], Лікаренко Я.Я. [2], Сич Є.М. [1], Савіцька Г.П. [2], Кондратюк М.В. [3] та ін. Як показує аналіз наукової літератури з цієї проблеми, активізація інвестиційної діяльності в Україні є необхідною передумовою сталого розвитку та неможлива без відповідного забезпечення сприятливого інвестиційного клімату.

### МЕТА СТАТТІ

Метою статті є визначення напрямків підвищення інвестиційної привабливості національних залізниць України для формування відповідного рівня конкурентоспроможності українських залізниць на ринку транспортних послуг та налагодження більш тісного міжнародного економічного співробітництва в умовах європейської інтеграції.

### ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

В українській економіці однією з провідних галузей є залізничний транспорт, який слугує для дальніх і масових перевезень майже всіх видів продукції і товарів. Важливість залізничного транспорту полягає, по-перше, у тому, що Україна знаходиться на шляху між країнами Європи та Азії, які стрімко розвиваються. І через територію України проходять такі транспортні коридори: Схід — Захід та Балтика — Чорне море. По-друге, він має такі переваги, як низькі тарифи, відносна безпека і регулярність перевезень.

Враховуючи особливості розвитку залізничного транспорту України, можна стверджувати, що в транспортній системі спостерігається велика неоднозначність (коливання, відмінність) місцевих зовнішніх і внутрішніх умов (факторів) роботи залізниць на товарно-транспортних ринках регіонів залізниць. Серед зовнішніх факторів впливу варто виділити такі, як структура транспортного балансу регіонів та сегментація транспортного ринку за видами транспорту, рівень розвитку і технічного стану їх інфраструкту-

ри, галузево-виробнича товарна структура, коопераційні, торговельні, транспортно-економічні зв'язки, у тому числі міжнародні й транзитні. Всі вони мають велику відмінність за регіонами.

Основними внутрішніми факторами роботи залізниць (умови, технічні характеристики, експлуатаційні показники), які суттєво впливають на фінансові показники, є: обсяг і структура перевезень за родом вантажу, видами відправки, режимом швидкості доставки, середньою вагою однієї відправки тощо; структура вантажообігу тарифного за видами сполучень, у тому числі експорт, імпорт та міжнародний

транзит; структура, технічний стан, коефіцієнт зносу (90—95%) вагонного і локомотивного парків, які використовуються для перевезень вантажів та ін.

Інвестиції в залізничну інфраструктуру — один з ключових інструментів економічної стабілізації, що підтверджує економічна політика багатьох країн у період кризи [1].

Під інвестиційною привабливістю будь-якого об'єкту інвестування розуміють рівень задоволення фінансових, виробничих, організаційних, соціальних та інших вимог чи інтересів інвестора, який може оцінюватися значеннями відповідних показників або інтегральною оцінкою, і від якого залежить доцільність, ефективність і ризикованість вкладення інвестицій у цей об'єкт.

Управління реальними інвестиціями на залізничному транспорті покликане забезпечити його нормальне функціонування, яке передбачає своєчасне і якісне задоволення потреб населення в перевезеннях у внутрішньому та міжнародному сполученнях, життєдіяльність всіх галузей економіки, обороноздатність держави, ефективний розвиток підприємницької діяльності [4].

Незважаючи на різноманіття інструментів, поки що українські компанії транспортного сектору в цілому та Укрзалізниця зокрема надають перевагу такому класичному виду позичання фінансів, як банківський кредит, який отримує підприємство під заставу майна і товарно-матеріальних цінностей. Ці кошти йдуть на погашення попередніх боргів та оновлення оборотних засобів. Це найбільш перспективні джерела залучення позикових коштів з метою фінансування оновлення основних засобів. У той же час сума цих коштів не є вагомою для подальшого розвитку залізниці. Так, наприклад, ДТГО "Львівська залізниця" 15 січня 2014 року за результатами тендеру уклала угоду з ПАТ "Дочірній Банк Сбербанку Росії" на відкриття кредитної лінії на 30 млн у гривневому еквіваленті. Кредитну лінію на виконання програми капітальних інвестицій та на поповнення обігових коштів, у тому числі рефінансування запозичень, залізниця відкриває на три роки у доларах під 13 річних [2].

Перспективним інструментом залучення довгострокового фінансування масштабних інфраструктурних проектів є емісія боргових цінних паперів (облігацій, єврооблігацій, інфраструктурні облігації) під конкретні інфраструктурні проекти. Поки що цей інструмент не отримав поширення в Україні. Однак, враховуючи переваги цього інструменту в порівнянні з іншими кредитними продуктами, можна розглядати його як перспективне джерело додаткових інвестиційних ресурсів як для України як суверенної держави, так і для банків України й корпоративного сектору, зокрема підприємств залізничного транспорту.

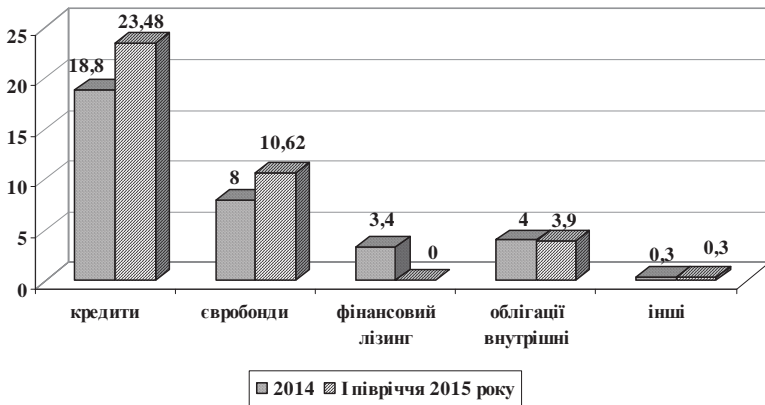


Рис. 2. Структура боргу за видами в 2014 році, млрд грн. в еквіваленті

Джерело: [5].

Так, Укрзалізниця скористалася цим інструментом і наприкінці 2011 року випустила корпоративні облігації на 1700 млн грн. під 14,5% строком погашення 28—29.10.2014 (рис. 1).

За даними американського агентства Bloomberg за 2015 рік перше місце в рейтингу випуску корпоративних облігацій зайняла Державна адміністрація залізничного транспорту України ("Укрзалізниця"), чії бонди стали майже вдвічі дорожче. Друге місце дісталось "Московському кредитному банку", облігації якого подорожчали на 80% [6].

Аналіз кредитного портфелю ПАТ "Укрзалізниця" дозволив зробити висновок, що в структурі боргу переважають кредити (54% або 18,8 млрд грн.) та євробонди (23%), найменшу частку займають фінансовий лізинг (10%) та інші боргові зобов'язання (1%) (рис. 2).

Кредитний рейтинг Укрзалізниці, який їй присвоїли найбільші міжнародні рейтингові агентства, такі як Standard&Poor's та Fitch, входить в групу істотного ризику "С".

Це означає, що інвестиційна привабливість Укрзалізниці для великих інвесторів — є низькою та ризикованою, єдиними джерелами інвестицій є власні кошти, залучені із реконструкційних інститутів, таких як ЄБРР, державні кошти та кошти зацікавлених юридичних, фізичних осіб в підвищенні ефективності функціонування залізниці.

На сьогодні у світовій практиці існує значна кількість методичних підходів щодо оцінювання інвестиційної привабливості об'єктів інвестування. При цьому критеріями інвестиційної привабливості різні автори приймають показники фінансового стану суб'єктів господарювання, ефек-

тивності використання майна підприємства, рентабельності та ділової активності, професійних здібностей керівництва.

Американська компанія Boston Consulting Group в 2015 році провела аналіз, де оцінювалися такі показники роботи залізничного транспорту, з яких, на думку авторів, складається продуктивність залізничного транспорту: інтенсивність використання залізничного транспорту; якість обслуговування; безпека. За результатами аналізу розраховано Європейський індекс продуктивності залізниць (Railway Performance Index — RPI). Країни були розділені на 3 групи: найпродуктивніші, середні і з низькою продуктивністю (рис. 3).

Аналіз показника продуктивності залізничного транспорту показав, що в Швейцарія має найвищий рівень продуктивності залізниць (загальний індекс — 7,1). В європейських країнах спостерігається слабка залежність між продуктивністю залізничного транспорту і рівнем лібералізації ринку або вибором структурної моделі управління. Рівень продуктивності залізничного транспорту безпосередньо залежить від обсягів державних субсидій та інвестицій [7].

До показників оцінки фінансової діяльності компанії можна також віднести прибуток до сплати відсотків за кредитами, податків і амортизаційних відрахувань (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization — EBITDA). Цей показник широко застосовується для визначення місця того чи іншого підприємства в галузі. Для цього проводиться порівняльна оцінка. Вона включає два обов'язкових компоненти:

- розрахунок вартості бізнесу (у порівняльній формі, для чого ціни конвертуються в мультиплікатори прибутку, обсягу продажів і балансової вартості);

- порівняння з порівняними підприємствами галузі.

Сьогодні цей показник є третім у ряду інструментів оцінки результатів роботи п'ятисот найбільших корпорацій США і обов'язково включається в їхні річні фінансові звіти. Він показує загальний дохід, який діяльність компанії принесе в поточному звітному періоді. Крім того, на його основі обчислюється інвестиційна рентабельність по EBITDA (рис. 4).

З вищенаведеного можна зробити висновок, що найбільш інвестиційно привабливим залізничний транспорт був в 2011 році (14,2), найменш привабливим — в 2014 році (9,7, найменший показник за досліджуемий період в 2010—2014 рр.). Світові аналітичні та рейтингові агентства дозволили провести порівняльну характеристику показника EBITDA в країнах світу представлений в табл. 1.

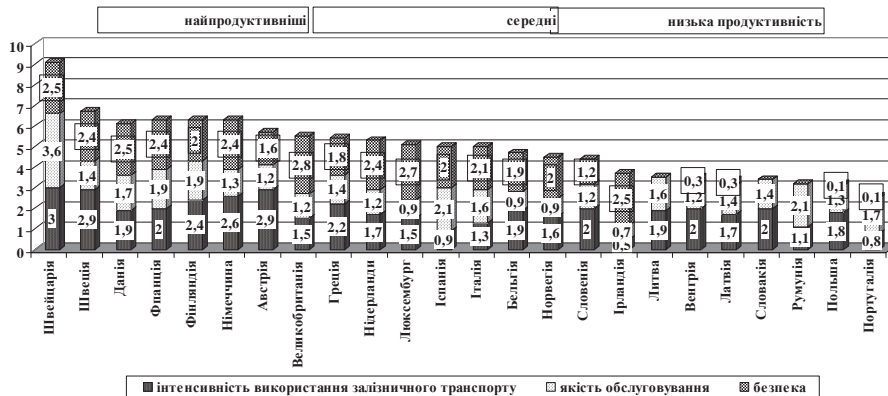


Рис. 3. Європейський індекс продуктивності залізниць у 2015 році

Джерело: [7].

З наведеної таблиці можна зробити висновок, що показник EBITDA в усіх країнах, крім Німеччини та Росії, в 2014 році зменшився в порівнянні з 2013 роком, незважаючи на збільшення показника в 2013 році.

До основних причин недостатньо високого рівня інвестиційної привабливості залізниць України слід зарахувати: невизначеність можливостей залучення інвестиційних ресурсів; необхідність забезпечення їхнього раціонального розподілу між залізницями, окремими галузевими господарствами і напрямми технічного переозброєння; складність і невисоку достовірність оцінки економічної ефективності інвестицій.

Визначення стратегії інвестиційної політики відноситься до найбільш складної та відповідальної сфери прийняття рішень, що обумовлено наявністю різних видів інвестицій; наявністю альтернативних варіантів інвестиційних проєктів; обмеженістю ресурсів; великим ризиком, пов'язаним з прийняттям інвестиційних рішень; необхідністю швидкого отримання віддачі від інвестицій тощо. В процесі формування інвестиційної стратегії на залізничному транспорті необхідно враховувати такі його особливості:

- велике державне значення залізниць (господарське, політичне, оборонне та ін.);
- необхідність при проектуванні та ухваленні інвестиційних рішень на залізничному транспорті пов'язувати діяльність галузі з проєктами розвитку інших видів транспорту, які є складовими частинами єдиної транспортної системи країни;
- концентрація значних обсягів капітальних вкладень і будівельно-монтажних робіт у здійсненні інвестиційних проєктів;
- можливість зростання обсягів перевезень і необхідність послідовного нарощування потужності в процесі експлуатації залізниць.

Таким чином, удосконалення стратегії інвестиційної політики залізниць є необхідною умовою успішності їх господарської діяльності та економічного розвитку [4].

Для підвищення інвестиційної привабливості залізничного транспорту необхідно збільшити капіталізацію та сприяти прибутковості залізниці, вдосконалити нормативно-законодавчу базу та забезпечити її використання.

При визначенні пріоритетів інвестування необхідно виходити з наявних конкурентних переваг на світовому ринку, що виражаються в наявності розробок високих технологій. На цей час до сфер діяльності, де існують серйозні технологічні напрацювання та зберігаються потенційні переваги, можна віднести авіацію, металургію, енергетику, машинобудування, верстатобудування, біотехнологію і ряд інших. Враховуючи вищезазначене, можна виділити основні пріоритетні напрямки інвестування в залізничний сектор України представлені на рисунку 5.

Такий механізм інвестиційного забезпечення дозволить підприємствам залізничного транспорту України існувати в конкурентному середовищі і буде надійним важелем для встановлення стійких та стабільних позицій як на

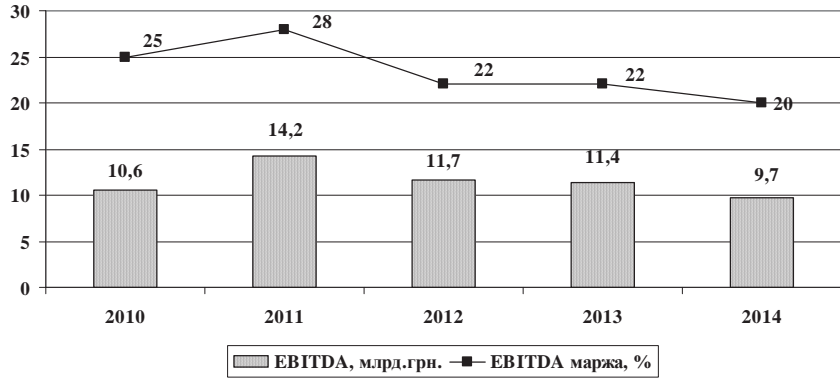


Рис. 4. Показник EBITDA в Україні в 2010—2014 рр., млрд грн.

Джерело: [8].

Таблиця 1. Показник EBITDA країн у 2012—2014 рр.

Країна	2012	2013	2014
Україна, млрд грн.	11,7	11,4	9,7
Німеччина, млн євро	173,8	183,8	140,0
Кіпр, млн руб.	18,7	20,8	17,6
Франція, млн євро	3,0	2,5	2,4
Росія, бн руб.	356,3	332,9	352,6
Китай, млн кит. юаней	21,7	23,7	23,7

вітчизняних, так і на зарубіжних ринках. У свою чергу це обумовить можливість без суттєвих перешкод зайняти лідируючі позиції на світовому ринку, покращуючи свою репутацію, та конкурувати з іншими видами транспорту [3].

Збільшення інвестиційної привабливості залізничної галузі дозволить залучити національних і зарубіжних інвесторів; забезпечити розвиток технологічної і виробничої бази; стабілізувати виробничу, наукову і комерційну діяльність; підвищити якість і привабливість перевезень; підвищити конкурентоспроможність підприємств залізничного транспорту України.

**ВИСНОВКИ**

На основі проведеного дослідження сучасного стану національної залізниці визначено фактори роботи залізниць на товарно-транспортних ринках регіонів: внутрішні (обсяг і структура перевезень; структура вантажообігу тарифного за видами сполучень; структура, технічний стан, коефіцієнт зносу вагонного і локомотивного парків) та зовнішні (структура транспортного балансу регіонів та сег-



Рис. 5. Пріоритетні напрями інвестування в залізничний сектор України



ментация транспортного ринку, рівень розвитку і технічного стану їх інфраструктури, галузево-виробнича товарна структура, коопераційні, торговельні, транспортно-економічні зв'язки).

Доведено, що одним з ключових інструментів економічної стабілізації є інвестиції в залізничну інфраструктуру. Аналіз джерел залучення додаткових коштів фінансування ПАТ "Укрзалізниця" дозволив зробити висновок, що в структурі боргу переважають кредити (54%) та євробонди (23%). Такий інструмент залучення довгострокового фінансування масштабних інфраструктурних проектів, як емісія боргових цінних паперів під конкретні інфраструктурні проекти можна розглядати як перспективне джерело додаткових інвестиційних ресурсів як для України.

Досліджено методи оцінки інвестиційної привабливості залізничного транспорту (RPI, EBITDA, рейтингові агентства Standard & Poor's та Fitch). Обґрунтовано, що інвестиційна привабливість Укрзалізниці є низькою та ризикованою. Причиною цього є невизначеність можливостей залучення інвестиційних ресурсів; необхідність забезпечення їхнього раціонального розподілу між залізницями; складність і невисока достовірність оцінки економічної ефективності інвестицій.

Обґрунтовано необхідність забезпечення державної підтримки залізничного транспорту та удосконалення управління інвестиційною діяльністю підприємств залізничного транспорту. Для підвищення інвестиційної привабливості залізничного транспорту необхідно:

- вдосконалити нормативно-законодавчу базу та забезпечити її використання;
- забезпечити ефективне використання і мобілізацію власних інвестиційних ресурсів;
- забезпечити прискорення оновлення виробничого потенціалу підприємств залізничного транспорту України;
- створити мережі взаємопов'язаних логістичних центрів та мультимодальних терміналів у найбільших транспортних вузлах, пунктах пропуску через державний кордон України та країн ЄС;
- побудувати швидкісні залізничні коридори для збільшення економічної ефективності пасажирських перевезень.

## Література:

1. Сич Є.М. Інфраструктура транспортного ринку в системі чинників соціально-економічного зростання [Електронний ресурс] / Є.М. Сич, О.В. Бойко // Національна бібліотека України імені В.І. Вернадського. Режим доступу: [http://www.nbuv.gov.ua/old\\_jrn/Soc\\_Gum/Vcndtu/2012\\_60/18.htm](http://www.nbuv.gov.ua/old_jrn/Soc_Gum/Vcndtu/2012_60/18.htm)
2. Гурнак В.М. Фінансове забезпечення відтворення основних засобів підприємств залізничного транспорту [Текст] / В.М. Гурнак, Г.П. Савіцька, Я.Я. Лікаренко // Економіка. Менеджмент. Бізнес. — 2015. — № 3 (13). — С. 66—71.
3. Кондратюк М.В. Удосконалення управління інвестиційної діяльності підприємств залізничного транспорту України [Електронний ресурс] / М.В. Кондратюк / Реформування залізничного транспорту та корпоративне управління // Х Ювілейна Міжнародна науково-практична конференція "Проблеми економіки та управління на залізничному транспорті". — Режим доступу: <http://www.ekuzt.gov.ua/node/91>
4. Васильєв О.В. Формування інвестиційної стратегії залізничного транспорту України [Електронний ресурс] / О.В. Васильєв / Реформування залізничного транспорту та корпоративне управління // Х Ювілейна міжнародна науково-практична конференція "Проблеми економіки та

управління на залізничному транспорті". — Режим доступу: <http://www.ekuzt.gov.ua/node/102>

5. Зведений фінансовий звіт Укрзалізниці за 2015 рік [Електронний ресурс] / Аналітика // Укрзалізниця. Режим доступу: <http://www.uz.gov.ua>

6. Bloomberg: Гривна попала в топ-6 мирових лідерів по девальвації, облигації "Укрзалізниці" — самые успешные в 2015 году [Электронный ресурс] / Деньги // Клуб читателей "Гордон". — Режим доступа: <http://gordonua.com/news/money/bloomberg-grivna-popala-v-top-6-mirovyh-liderov-po-devalvacii-obligacii-ukrзалznic-samyе-uspeshnye-v-2015-godu-113660.html>

7. The 2015 European Railway Performance Index [Електронний ресурс] / European market, Market analysis, Public policy // Combined Transport Magazine. — Режим доступу: <http://combined-transport.eu/european-railway-performance-index>

8. Що таке EBITDA? Це важливий інструмент бізнес-аналізу [Електронний ресурс] // Відповідь на запитання. — Режим доступу: <http://vidpo.net/shho-take-ebitda-ce-vazhlivij-instrument-biznes.html>

## References:

1. Such, E.M. and Boiko, O.V. (2012), "Infrastructure transport market factors in the system of socio-economic growth", Natsional'na biblioteka Ukrainy imeni V.I. Vernad's'koho, [Online], available at: [http://www.nbuv.gov.ua/old\\_jrn/Soc\\_Gum/Vcndtu/2012\\_60/18.htm](http://www.nbuv.gov.ua/old_jrn/Soc_Gum/Vcndtu/2012_60/18.htm) (Accessed 4 Aug 2016).
  2. Gurnak, V.M. Savicskaya, G.P. and Likarenko, Y.Y. (2015), "Financial support playback of fixed assets of railway undertakings", Ekonomika. Menedzhment. Biznes, vol. 3 (13), pp. 66—71.
  3. Kondratuk, M.V. (2014), "Improvement of the investment activity of railway undertakings Ukraine", Zbirka dopovidej na Mizhnadrodnu naukovo-praktychnu konferentsiiu [Conference Proceedings of the International Scientific Conference], Problemy ekonomiky ta upravlinnia na zaliznychnomu transporti [Problems of Economics and Management in rail transport], [Online], available at: <http://www.ekuzt.gov.ua/node/91> (Accessed 4 Aug 2016).
  4. Vasilyev, O.V. (2014), "Formation of investment strategy railway transportation Ukraine", Zbirka dopovidej na Mizhnadrodnu naukovo-praktychnu konferentsiiu [Conference Proceedings of the International Scientific Conference], Problemy ekonomiky ta upravlinnia na zaliznychnomu transporti [Problems of Economics and Management in rail transport], [Online], available at: <http://www.ekuzt.gov.ua/node/102> (Accessed 4 Aug 2016).
  5. UZ (2016), "The consolidated financial report for the 2015 UZ", available at: <http://www.uz.gov.ua> (Accessed 4 Aug 2016).
  6. Club readers "Gordon" (2016), "Bloomberg: The hryvnia fell in the top 6 of the world leaders in the devaluation, "Ukrzaliznytsia" bonds — the most successful in 2015", available at: <http://gordonua.com/news/money/bloomberg-grivna-popala-v-top-6-mirovyh-liderov-po-devalvacii-obligacii-ukrзалznic-samyе-uspeshnye-v-2015-godu-113660.html> (Accessed 4 Aug 2016).
  7. Combined Transport Magazine (2016), "The 2015 European Railway Performance Index", available at: <http://combined-transport.eu/european-railway-performance-index> (Accessed 4 Aug 2016).
  8. Answer the question (2012), "What is EBITDA? This is an important tool for business analysis", available at: <http://vidpo.net/shho-take-ebitda-ce-vazhlivij-instrument-biznes.html> (Accessed 4 Aug 2016).
- Стаття надійшла до редакції 07.08.2016 р.*