

DOI: [10.32702/2307-2105-2019.12.155](https://doi.org/10.32702/2307-2105-2019.12.155)

УДК 336.7:368

Г. Б. Пивоварова,
аспірант, Дніпропетровський національний
університет залізничного транспорту імені академіка В. Лазаряна
ORCID:0000-0001-5125-7680

ХЕДЖУВАННЯ ВАЛЮТНИХ РИЗИКІВ КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ АТ «УКРЗАЛІЗНИЦЯ»

Hanna Pyvovarova
post-graduated student, Dnipropetrovsk National University
of Railway Transport named after Academician V. Lazaryan

FOREIGN CURRENCY RISK HEDGING OF UKRZALIZNYTSIA JSC

У сучасних фінансових відносинах при провадженні господарської діяльності будь-яке підприємство підпадає під вплив різного виду економічних ризиків. Одним з таких ризиків є валютний ризик - коли зміна курсів валют має великий вплив на кінцеві економічні показники компанії. Особливо актуальним це становиться при нестабільній або невизначеній економічній і політичній ситуації в країні. Тому в сучасних компаніях приділяють велику увагу цьому питанню, та шукають шляхи вирішення його розробляючи стратегії щодо зменшення впливу валютного ризику на фінансовий результат своїх підприємств. В даній статті розглядаються існуючі та можливі методи хеджування валютних ризиків кредитного портфеля АТ «Укрзалізниця», які впроваджуються менеджментом компанії з ціллю зменшення впливу валютного ризику на фінансові показники підприємства.

In modern financial relations in the conduct of economic activity, any enterprise is subject to the influence of various types of economic risks. One of these risks is currency risk - when changes in foreign exchange rates have a major impact on the company's ultimate economic performance. This is especially true in the unstable or uncertain economic and political situation in the country. Therefore, modern companies pay great attention to this issue and look for ways to solve it by developing strategies to reduce the impact of currency risk on the financial performance of their businesses. This problem is urgent for such a large enterprise as JSC "Ukrzaliznytsya", because the company has large foreign currency loans, and the financial condition of the company depends not only the financial condition of its employees, but also the economic development of the whole country, because the multiplier of the railway investment in Ukraine's economy is approximately 3.6. The analysis of the economic sector of Ukraine for 2014-2019 indicates that there is a need for insurance of credit obligations: depreciation of the hryvnia, weakening of the economy, combat operation in the east of the country, annexation of the Autonomous Republic of Crimea, all this caused a deterioration of the credit portfolio of JSC "Ukrzaliznytsia" and began to slow down the development of the company. Starting from 2017, JSC Ukrzaliznytsia is tasked with finding ways to optimize the company's foreign exchange portfolio, which should show fast and good results in the future, while the company would be able to attract ancillary affordable benefits in the foreign market and not have additional risks, because today the company has four unpaid foreign currency

loans totaling more than \$ 500 million (90% of the total loan portfolio), with almost 90% of the company's income coming in UAH. This article examines the existing and possible methods of hedging the currency risks of the loan portfolio of Ukrzaliznytsia JSC, which are implemented by the management of the company in order to reduce the impact of currency risk on the financial performance of the enterprise.

Ключові слова: ризик; валютний ризик; кредитний портфель; хеджування; хеджування валютних ризиків; АТ «Укрзалізниця».

Key words: risk; currency risk; loan portfolio; hedging; currency risk hedging; Ukrzaliznytsia JSC.

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. В умовах економічної і політичної невизначеності та нестабільності, існує високий ризик знецінення національної валюти, що у свою чергу призводить спаду фінансового становища підприємства. Це особливо важливо для організацій, які мають валютні кредити. Опинившись в таких зовнішніх умовах компанії починають шукати шляхи захисту свого фінансового становища. Одним з найголовніших фінансових ризиків при нестабільній економіці для підприємства є валютний ризик. А пошук продуктивних шляхів для зменшення впливу даного ризику на фінансовий результат підприємства стає гострим питанням для топ менеджерів компанії. Ця проблема є актуальною і для такого великого підприємства, як АТ «Укрзалізниця», бо компанія має великі валютні кредити, а від фінансового стану даної компанії залежить не тільки фінансовий стан її працівників, а і економічний розвиток усієї країни.

Аналіз останніх досліджень і публікацій, в яких започатковано розв'язання даної проблеми. Сьогодні існує багато наукової літератури, де розглядаються питання теоретичних основ і методів управління валютними ризиками.

Так, дослідженням цього питання у банківській діяльності займалися такі вітчизняні і зарубіжні науковці: З.М. Карськова, М.Г. Дмитренко, А.О. Єпіфанов, В. Грушко, Н. Жукова, О. Стешенко, В.В. Бобиль.

Питанням управління валютними ризиком у зовнішньоекономічній діяльності присвячені праці таких науковців як Б. Плушер, Ю. Місали, В.А. Галанов [3], С.М. Еш [5], Л.П. Петрашко, А.С. Шапкін, Л.І. Донець, І.Ю. Івченко.

Хеджування валютного ризику у практиці українських підприємств розглядали С.І. Пуплік, Т.А. Фонарьова, Л.С. Квасова [8] та ін..

Не дивлячись на значну кількість наукових робіт, залишається недостатньо розглянутим питання вибору стратегій хеджування валютних ризиків кредитного портфеля підприємств залізничного транспорту.

Формування цілей статті (постановка завдання). Метою статті є дослідження проблеми хеджування валютних ризиків кредитного портфеля АТ «Укрзалізниця».

Виклад основного матеріалу дослідження. Валютний ризик – ризик фінансових втрати підприємства, у зв'язку з несприятливими змінами курсу іноземних валют.

Аналіз економічного сектору України за 2014-2019 років, вказує на те, що існує потреба в страхуванні кредитних обов'язків: знецінення гривні, послаблення економіки, бойова операція на сході країни, анексія АР Крим, все це зумовило погіршило становище кредитного портфелю АТ «Укрзалізниця». Економічна криза спровокувала зниження платіжної можливості підприємства. У табл. 1 наведені економічні показники Укрзалізниці у 2014 році.

Таблиця 1.
Економічні показники АТ «Укрзалізниця» у 2014 році*

Показник	Загальний дохід, млрд. грн.	Збиток, млрд. грн.	Загальний борг компанії, млрд. грн.	ЕВІТДА, млрд. грн.	Рейтинг S&P
2014 рік	49,4	14,2	37	9,78	CCC-

*Примітка: побудовано на основі [12]

Шлях до фінансового успіху проходить через безперервні дії в удосконаленні фінансових стратегій, головною метою яких є мінімізація втрат при максимізації прибутку. В сучасних умовах відсутність в компанії дій, пов'язаних з хеджуванням валютного ризику, може призвести до погіршення фінансових показників підприємства. Одним зі способів захисту від фінансових ризиків є їх хеджування.

Хеджування валютного ризику – спосіб захисту фінансів підприємства, який знімає з компанії ризики, які виникають при зміні курсу валют і дає змогу планувати діяльність на майбутнє, при цьому плани не будуть змінюватися із-за курсових коливань.

Головною відмінністю хеджування від інших видів операцій є те, що його мета не отримання додаткового прибутку, а зниження ризику потенційних втрат. За хеджування потрібно платити, це може бути у вигляді прямих витрат або недоотримання частки прибутку. Повний процес хеджування валютного ризику можна умовно поділити на чотири етапи:

-Збір інформації та надання оцінки – на цьому етапі проводиться аналіз виникнення валютного ризику та надається оцінка існуючій інформації.

-Вибір метода хеджування – після аналізу всієї інформації вибирається оптимальний метод хеджування ризику.

-Етап реалізації – певний проміжок часу коли відбувається хеджування валютного ризику.

-Моніторинг результатів – етап на якому робляться висновки, чи допомогло хеджування захиститися від валютного ризику.

АТ «Укрзалізниця» - велике державне підприємство. Від фінансового успіху якого залежить не тільки стабільність її працівників, а і держави в цілому. Про це свідчить мультиплікаційний коефіцієнт інвестицій залізниці в економіку України, який складає приблизно 3,6 (це значить, що при інвестиціях в 1 млрд. доларів США ВВП країни збільшується на 3,6 млрд. доларів США). Але розвиток та діяльність підприємства гальмувала велика проблема – його кредитний портфель, який майже на 90% був в іноземній валюті. При тому, що майже 90% доходів компанії надходять у гривні. Все це призвело до одержання збитків від курсових різниць у сумі 28,1 млрд. грн. у 2014-2015 роках [1].

На сьогодні підприємство має чотири невиконаних валютних кредитів (таблиця 2).

Таблиця 2.

Кредити від іноземних інвесторів та міжнародних фінансових організацій станом на 10.09.2019 року*

Кредитор	Рік укладання угоди	Мета кредиту	Сума кредиту у валюті договору	Відсоткова ставка	Строк погашення кінцевий рік	Поточний
ЄБРР	2004	Закупівля колійної техніки та будівництво Бескидського тунелю	120 млн. дол. США	Лібор+1%	2022	В стадії погашення
ЄБРР	2009	Придбання Донецькою залізницею вантажних вагонів загального значення	125 млн. дол. США	Лібор + 6%	2021	В стадії погашення
КЕХІМ	2010	Закупівля 10 міжрегіональних електропоїздів виробництва компанії Хюндай Ротем	260,95 млн. дол. США	Лібор +2,6%	2020	В стадії погашення
ЄІБ	2014	Будівництво Бескидського тунелю	55 млн.євро	Застосовується фіксована або плаваюча ставка для кожного траншу. Плаваюча ставка 6-ти місячний EURIBOR + фіксований серед установлений банком для кожного наступного базисного періоду	2041	В стадії отримання

*Примітка: [10] Офіційний веб-сайт Укрзалізниці [Електронний ресурс]. – Режим доступу:

<https://www.uz.gov.ua/about/investors/borrowings/credits/>

Починаючи з 2017 року в АТ «Укрзалізниця» ставить задачу з пошуку шляхів оптимізації валютного портфеля компанії. Було запропоновано декілька різних варіантів, але при розрахунках вони виявлялися недовірними. Тоді було застосоване нетиповий вихід для вітчизняного великого підприємства, яким є Укрзалізниця, з ситуації оптимізації валютних ризиків кредитного портфеля підприємства – хеджування кредитного портфелю, який повинен був показати швидкі і гарні результати у майбутньому, при цьому компанія мала б змогу у залученні допоміжних доступних вигід на зовнішньому ринку і не мала додаткових ризиків.

У січні 2018 року залізниця мала лише 6% іноземної валюти у своїх загальних доходах, цю цифру давали транзитні перевезення. Для подальшого нарощування валютних надходжень менеджмент «Укрзалізниця» замислився над індексацією до іноземної валюти доходів підприємства, одержаних від експортних перевезень. Для цього спочатку були досліджені показники індексу цін та показник девальвації гривні. Між цими показниками була виявлена залежність: в ретроспективі вони мали спільні відхилення та точки перетину. Це свідчило про циклічність їх зв'язку та наявності цієї ж залежності у майбутньому. І вже з лютого 2018 року АТ «Укрзалізниця» почала здійснювати регулювання цін на свої товари, роботи та послуги, які не контролює держава. Дане регулювання проводилося за допомогою індексу цін. І першою чергою торкнулося цін за послуги з перевезення власними вагонами підприємства.

На початку другого кварталу 2018 року таким чином вже були врегульовані всі ціни на товари, роботи і послуги кошторисну вартість яких визначає підприємство самостійно.

Таке хеджування призвело до того, що вже у кінці першого півріччя АТ «Укрзалізниця» мала 30,5% валютних надходжень. Завдяки цим фінансовим операціям АТ «Укрзалізниця» змогла створити квазівалютний дохід компанії у розмірі 1 млрд. дол. на рік та захеджувати наявні у кредитному портфелі валютні ризики, не збільшивши навантаження на фінансовий результат компанії у вигляді податкових відсотків та вийти з дефолтного рейтингу S&P і почала бути привабливою для інвесторів. Це дало змогу почати переговорний процес про можливість залучення до 1,5 млрд. дол. додаткових коштів на світових фінансових ринках [1].

В таблиці 3 наведені показники по яким потрібно проводити хеджування, задля збільшення валютних надходжень.

Таблиця 3.
Показники які потребують хеджування*

Показники	Хеджовано у 2017 році	Хеджовано у 2018 році
•Транзитні перевезення	+	+
•Вагонна складова	-	+
•Вантажні перевезення інші	-	-
•Пасажирські перевезення	-	-
•Інші доходи	-	+

*Примітка: побудовано на основі [10]

Було прийнято рішення переглядати і всі тарифи підприємства, які контролює держава щоквартально за допомогою метода індексного ціноутворення – це ще одна можливість хеджування валютного ризику по кредитному портфелю.

Також виникла необхідність створення системи управління, яка б контролювала своєчасність та швидкість виконання рішень по питанню хеджування кредитного портфеля всіма філіями та структурними підрозділами. Для проведення аналізу процесу хеджування валютних ризиків в таблиці 4 наведений перелік необхідних документів.

Таблиця 4.
Перелік документів для проведення аналізу процесу хеджування валютних ризиків*

Етапи аналізу процесу хеджування валютних ризиків	Необхідні документи для проведення аналізу
1. Аналіз структури валютних ризиків та динаміки валютного курсу	Акт переоцінки інструмента та об'єкта хеджування, Звіт про види валютних ризиків
2. Аналіз структури та динаміки активів та зобов'язань в іноземній валюті - об'єктів хеджування валютних ризиків	Довідка про підготовку до здійснення процесу хеджування, акт переоцінки інструмента або об'єкта хеджування, Оборотно-сальдові відомості по рахунках активів та зобов'язань в іноземній валюті, Баланс, Розділ XVI. Інструменти та об'єкти хеджування до Приміток річної фінансової звітності.
3. Аналіз структури та динаміки інструментів хеджування валютних ризиків	Довідка про підготовку до здійснення процесу хеджування, акт переоцінки інструмента та об'єкта хеджування, Оборотно-сальдові відомості по

	рахунках похідних фінансових активів та зобов'язань, Баланс, Розділ XVI. Інструменти та об'єкти хеджування до Приміток до річної фінансової звітності
4. Аналіз структури та динаміки фінансового результату від фінансової діяльності	Довідка про виконання результатів хеджування, Звіт про фінансові результати (Розділ I. Фінансові результати та Розділ V. Нереалізований прибуток (збиток) від операцій хеджування до Звіту про фінансові результати), Звіт про результати хеджування.
5. Аналіз фінансово-майнового стану під впливом застосування хеджування валютних ризиків.	Форми фінансової звітності
6. Аналіз ефективності хеджування валютних ризиків	Довідка про визначення результатів хеджування, Звіт про фінансові результати (Розділ V. Нереалізований прибуток (збиток) від операцій хеджування до Звіту про фінансові результати), Звіт про ефективність хеджування.

**Примітка: джерело [6]*

Кабінет Міністрів України затвердив фінансовий план АТ «Укрзалізниця», який враховує індексацію вантажних тарифів на 14,2% з 1 квітня, автоматичну індексацію державних тарифів на перевезення вантажу і пов'язаних з цим послуг з 1 травня на 5%, з 1 листопада на 7,5%. Також в розрахунках прибутку від вантажних перевезень врахована уніфікація тарифних класів [2].

Ще одним вдалим кроком менеджменту Укрзалізниці став успішний випуск євро бондів на 500 млн. дол. США., такий крок зміг покращити позиції підприємства по ліквідності та збільшив терміни погашення фінансової заборгованості. Кошти, залучені від євробондів, дадуть змогу "Укрзалізниці" забезпечити амортизацію кредитного портфеля протягом наступних 12 місяців [11]. У таблиці 5 наведені економічні показники компанії за останні три роки 2016-2018 рр.

Таблиця 5.
Економічні показники АТ «Укрзалізниця» 2016-2018 роках*

Показники	2016	2017	2018
Загальний дохід, млрд. грн.	66,57	73,9	83,4
Збиток/прибуток, млрд. грн.	-7,3	+0,114	+0,200
ЕВІТД, млрд. грн.	20,42	20,22	16,00
Рейтинг S&P	SD	SD	CCC+

**Примітка: побудовано на основі [12]*

У зв'язку з тим, що Укрзалізниця має міжнародні відносини, для зменшення валютного ризику використовуються різні заходи: оптимальний вибір валюти і регулювання валютної позиції за договорами. Вибір валюти оплати зовнішньоторгівельних угод потребує визначення ціни по договору в той валюті, очікуване коригування якої більш вигідно для підприємства.

Можливе використання термінових виробничих фінансових рішень для хеджування валютного ризику кредитного портфелю АТ «Укрзалізниця» складається з:

- отриманні грошового займу в одній валюті з умовою погашення його в іншій з урахуванням форвардного курсу, який зафіксований у кредитній угоді.
- застосування форвардних валютних контрактів. Це один з головних методів зменшення валютного ризику. Це термінові угоди, в якій фіксується ціна угоди і форвардний обмінний курс. Їх сутність наступна: при підписанні договору постачальник надає графік розрахунків за контрактом, та укладає зі своїм банком договір про продажу йому у майбутньому валюти по заздалегідь зазначеному курсу. А для відсоткових ставок краще застосувати ф'ючерсну відсоткову ставку.

Основна мета хеджування при використанні форвардного контракту полягає в усуненні невизначеності за допомогою фіксації курсу майбутньої поставки валюти і передачі ризику на контрагента. З іншої сторони, укладений договір не дозволяє клієнту отримати прибуток в разі сприятливої зміни курсу. Форвардні договори мають наступні переваги: вони можуть прописуватися під будь-які індивідуальні вимоги і особливості підприємства, забезпечуючи тим самим гнучкість і зручність в порівнянні з іншими більш стандартними інструментами хеджування; такі послуги зазвичай надають великі банки з гарною репутацією; терміни договорів можуть бути різними; валюта договорів може бути різною. Недоліком форвардних контрактів є те, що в них не передбачено дострокового завершення договору або відмови від його використання, а також високий ризик невиконання контрагентом своїх зобов'язань.

- Валютні ф'ючерсні контракти.
- Валютні свопи.

• Страхування валютного ризику. Страхування валютного ризику припускає передачу всього ризику страховій організації. ЕКА – це страхові компанії, фінансові установи або відділи міністерств, метою яких є допомога у конкурентоспроможності вітчизняним виробникам на зовнішніх ринках, шляхом хеджування політичних та економічних ризиків експортерів. Починаючи з 2002 року в Україні розроблялися різні проекти законів про експортне страхування та кредитування. Але тільки 20.12.2016 року був прийнятий Закон України № 1792-VIII «Про забезпечення масштабної експансії експорту товарів (робіт, послуг) українського походження шляхом страхування, гарантування та здешевлення кредитування експорту». Згідно якого КМУ було створено Експортно-кредитне агентство, що на добровільних засадах здійснює страхування, перестрахування, надає гарантії за договорами, які забезпечують розвиток експорту, а також бере участь у реалізації програми часткової компенсації відсоткової ставки за експортними кредитами.

Також можна розглядати недержавні страхові компанії, які займаються страхуванням втрат від коливання курсу валют. Тоді треба розглядати схему трьохсторонніх договорів «кредитор-позичальник-страховик».

Висновки з цього дослідження. Не дивлячись на витрати, які йдуть на хеджування і чисельні перешкоди, з якими зустрічаються підприємства при розробці і реалізації стратегій хеджування, його необхідність досить висока. Як результат зменшується коливання прибутку та покращується керованість підприємством. Сьогодні менеджмент АТ «Укрзалізниця» вже зробив перші кроки в хеджуванні валютного ризику кредитного портфеля підприємства, але ще багато роботи попереду. Тільки застосування всебічних та різноспрямованих дій, оптимізації, аналізу, уважного спостереження та швидкого реагування на зміни зовнішнього економічного середовища може максимально мінімізувати валютні ризики кредитного портфеля АТ «Укрзалізниця» та покращити його фінансовий стан.

Список літератури.

1. Рязанцев А. Як залізниця сама себе врятувала / А. Рязанцев // Економічна правда.- 2018 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.epravda.com.ua/columns/2018/06/18/637888/> (дата звернення 10.09.2019)
2. Кабмін утвердив фінплан «Укрзалізниці» з підвищенням цін на квитки на 13-21%. URL: <https://delo.ua/economyandpoliticsinukraine/utverzhdjen-finansovyj-plan-ukrzeliznyci-na-2019-351235/> (дата звернення 10.09.2019)
3. Галанов В.А. Производные инструменты срочного рынка: фьючерсы, опционы, свопы. М.: Финансы и статистика, 2002. 464 с.
4. Дмитриева М.А. Стратегия хеджирования процентного и валютного рисков в компаниях нефинансового сектора [Електронний ресурс]: диссертация на соискание ученой степени к.э.н.: спец. 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит / М.А. Дмитриева. – Москва, 2016. – Режим доступу: <http://www.old.fa.ru/dep/ods/autorefs/Dissertations/Дмитриева%20М.А.%2029f40b722e94c34e77ae2182ae7a5cd2.pdf>
5. Еш С.М. Фінансовий ринок: навч. посіб.; 2-е вид. К.: Центр учбової літератури, 2011. 528 с.
6. Ксендзук В.В. Аналітичне забезпечення хеджування валютних ризиків підприємств як суб'єктів міжнародних економічних відносин. Актуальні проблеми секторальної економіки. 2016. №2(24). С. 70-77.
7. Момот Ю.Г., Дунайчук С.М. Стратегія хеджування валютних ризиків у зовнішньоекономічній діяльності підприємств. Інфраструктура ринку. 2018. Випуск 17. С. 382-390.
8. Фонарьова Т.А., Квасова Л.С. Хеджування валютного ризику у практиці українських підприємств. Східна Європа: економіка, бізнес та управління. 2018. Випуск 6(17). С. 403-408.
9. Закон України «Про забезпечення масштабної експансії експорту товарів (робіт, послуг) українського походження шляхом страхування, гарантування та здешевлення кредитування експорту» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1792-19>
10. Офіційний веб-сайт Укрзалізниці [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.uz.gov.ua/about/investors/> (дата звернення 10.09.2019)
11. S&P підвищило кредитний рейтинг "Укрзалізниці" до рівня "B-" URL: <https://ua.interfax.com.ua/news/economic/605296.html> (дата звернення 10.09.2019)
12. Ольга Быстрицкая. Вопрос на миллиард: Что с финансами «Укрзалізниці»? URL: https://cfts.org.ua/articles/vopros_na_milliard_chno_s_finansami_ukrzeliznytsi_1568/110824 (дата звернення 10.09.2019)

References.

1. Riazantsev, A. (2018), "How the railroad saved itself", *Ekonomichna Pravda*, [Online], available at: <https://www.epravda.com.ua/columns/2018/06/18/637888/> (Accessed 10 Sep 2019).
2. Delo.ua (2019), "The Cabinet of Ministers approved the financial plan Ukrzaliznytsia with an increase in ticket prices by 13-21%", available at: <https://delo.ua/economyandpoliticsinukraine/utverzhdjen-finansovyj-plan-ukrzeliznyci-na-2019-351235/> (Accessed 10 Sep 2019).
3. Galanov, V.A. (2002), *Proizvodnye instrumenty srochnogo rynka: fjuchersy, opciony, svopy* [Derivatives market derivatives: futures, options, swaps], Finansy i statistika, Moscow, Russia.

4. Dmitrieva, M.A. (2016), "Interest and currency risk hedging strategy in non-financial sector companies", Abstract of Ph. D. dissertation, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia.
5. Esh, S.M. (2011), *Finansovyy rynek* [Financial market], Tsentr uchbovoi literatury, Kyiv, Ukraine.
6. Ksendzuk, V.V. (2016), "Analytical support for hedging of currency risks of enterprises as subjects of international economic relations", *Priority problems of industrial sectors' economics*, [Online], vol. 2(24), available at: <https://economics.opu.ua/files/archive/2016/No2/70.pdf> (Accessed 10 Sep 2019).
7. Momot, Yu.H. and Dunajchuk, S.M. (2018), "Currency hedging strategy in foreign economic activity of enterprises", *Infrastruktura rynku*, vol. 17, pp. 382-390.
8. Fonar'ova, T.A. and Kvasova, L.S. (2018), "Currency risk hedging in the practice of Ukrainian enterprises", *Shhidna Yevropa: ekonomika, biznes ta upravliannia*, vol. 6(17), pp. 403-408.
9. The Verkhovna Rada of Ukraine (2016), The Law of Ukraine "On ensuring large-scale expansion of export of goods (works, services) of Ukrainian origin through insurance, guarantee and cheaper export crediting", available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1792-19> (Accessed 10 Sep 2019).
10. Ukrzaliznytsia (2019), "For investors", Available at: <https://www.uz.gov.ua/about/investors/> (Accessed 10 Sep 2019).
11. Interfaks-Ukraina informatsijne ahenstvo (2019), "S&P raises Ukrzaliznytsia's credit rating to B-", available at: <https://ua.interfax.com.ua/news/economic/605296.html>, (Accessed 10 Sep 2019).
12. Bystrytskaia, O. (2019), "Question for a billion: What about the finances of Ukrzaliznytsia?", *Centr transportnyh strategij*, [Online], available at: <https://cfts.org.ua/articles/vopros-na-milliard-cto-s-finansami-ukrzaliznytsi-1568/110824>, (Accessed 10 Sep 2019).

Стаття надійшла до редакції 20.12.2019 р.