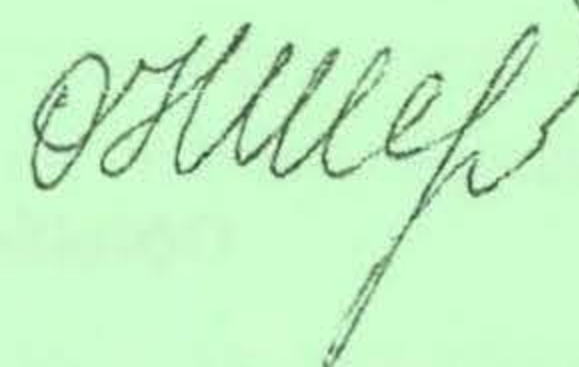


✓ 49 7971 ✓ +
ДНІПРОПЕТРОВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ЗАЛІЗНИЧНОГО ТРАНСПОРТУ ІМЕНІ АКАДЕМІКА В. ЛАЗАРЯНА

ШЕРЕПА ОКСАНА МИКОЛАЇВНА



УДК 330.142.2:331.461:656.2(042.3)

**ТЕОРЕТИКО-ПРИКЛАДНІ ОСНОВИ ВРАХУВАННЯ РИЗИКІВ
ПРИ ОЦІНЦІ ЕФЕКТИВНОСТІ РЕАЛЬНОГО
ІНВЕСТИВАННЯ**

08.00.04 - економіка та управління підприємствами
(залізничний транспорт)

Автореферат
дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Дисертацією є рукопис

Робота виконана в Національному авіаційному університеті Міністерства освіти і науки України

Науковий керівник - доктор економічних наук, професор
Кулась Юрій Федорович,
Національний авіаційний університет,
професор кафедри економіки

Офіційні опоненти: - доктор економічних наук, старший науковий співробітник
Новікова Алла Михайлівна,
Державне підприємство
„Державний автотранспортний науково-дослідний та проектний інститут”,
заступник директора з наукової роботи

- кандидат економічних наук, доцент
Гненний Олег Миколайович,
Дніпропетровський національний університет залізничного транспорту імені академіка В. Лазаряна,
доцент кафедри економіки та менеджменту

Захист відбудеться “5” червня 2008 р. о 14³⁰ годині на засіданні спеціалізованої вченої ради К 08.820.03 Дніпропетровського національного університету залізничного транспорту імені академіка В. Лазаряна за адресою: 49010, м. Дніпропетровськ, вул. Лазаряна, 2, ауд. 314.

З дисертацією можна ознайомитися у бібліотеці Дніпропетровського національного університету залізничного транспорту імені академіка В. Лазаряна за адресою: 49010,

[Handwritten signature]

Ю.С. Бараш

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми. Подальший розвиток в Україні ринкової економіки неможливий без забезпечення стабільного розвитку транспортного комплексу, який виконує не тільки обслуговуючу роль, але при сучасному ускладненні територіально-виробничих зв'язків стає важливою та невід'ємною умовою економічного зростання. Залізничний транспорт є, безсумнівно, основою транспортної системи та необхідною умовою стабілізації, піднесення та структурних перетворень економіки, розвитку зовнішньоекономічної діяльності та забезпечення національної безпеки країни. Однак, сьогодні галузь залізничного транспорту потребує прийняття стратегічно важливих рішень та рішучих обґрунтованих дій з боку держави, спрямованих на реформування організаційно-господарського механізму галузі.

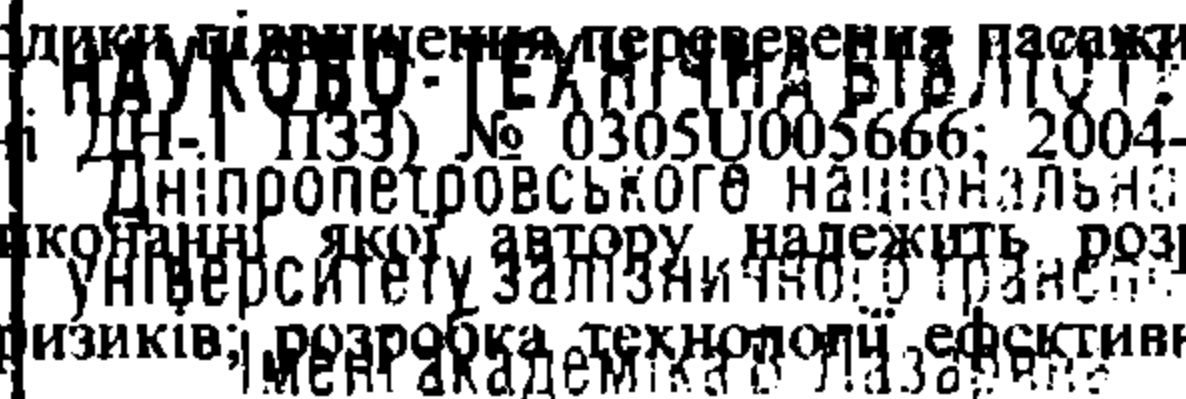
Вирішення актуальних проблем галузі потребує залучення професійних виконавців, значних фінансових ресурсів. Реальне інвестування є головною формою реалізації ефективних перетворень. Саме такий вид інвестування дасть можливість залізницям України успішно та поетапно провести заплановані зміни. Все вище перелічене буде здійснюватися в умовах невизначеності зовнішнього та внутрішнього середовища, а отже потенційно виступатиме причинами ризику діяльності залізничного транспорту. Врахування фактору ризику при здійсненні стратегічно важливих рішень та інвестиційних заходів є запорукою успішної їх реалізації, досягнення намічених цілей за мінімально можливих втрат.

У науковій літературі вже накопичено достатній досвід у дослідженні питання врахування ризиків при оцінці ефективності реального інвестування, який ґрунтується на існуючих підходах загальної теорії ризику та інвестицій. Представниками наукової думки, які вивчали це питання є такі зарубіжні та вітчизняні вчені: Дж. Кейнс, К. Макконнелл, Г. Марковіц, С. Фішер, У. Шарп, А. Альгін, І. Бланк, І. Балабанов, В. Віленський, В. Вітлінський, В. Гранатуров, С. Ілляшенко, Ю. Кулаєв, В. Москвін, Т. Хачатуров та інші.

Складний процес реформування залізничного транспорту потребує більш детального та поглибленого вивчення його ризикованості, виявлення основних факторів ризику та сили їх потенційно-негативного впливу. Представлена робота дає можливість визначити сукупність елементарних та складних ризиків, що будуть супроводжувати процес впровадження швидкісного пасажирського руху на залізницях України; оцінити імовірність та рівень можливих втрат від їх настання; врахувати оціночне значення ризику у нормі дисконтування при визначенні комерційної ефективності реалізації інвестиційного проєкту.

Систематизація та узагальнення публікацій стосовно основних положень ризикології та інвестування показує, що до більшості з досліджуваних питань не існує загальновизнаних підходів та вони потребують подальшого теоретичного вивчення. Теоретико-методична та практична значущість вирішення зазначених проблемних питань, недостатній рівень їх наукової та прикладної розробки обумовлюють актуальність обраної теми, логіко-структурну побудову, мету, завдання та напрями наукового дослідження.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Основою дисертаційної роботи є власні дослідження автора, які виконано протягом 2005-2007 рр. у Київському університеті економіки і технологій транспорту та Національному авіаційному університеті у межах розробки комплексної методики підвищення перевезення пасажирів у приміському сполученні (на дослідному полігоні ДН-1 ПЗЗ) № 0305U005666; 2004-2005 р. Керівник: Яновський П.О. (КУЕТТ), при виконанні якої автору належить розробка прикладних підходів до оцінки та врахування ризиків; розробка технології ефективного використання



6993a

пасажирських поїздів за рахунок підвищення населеності вагону № 0305U005668; 2004-2005 р. Керівник: Бараш Ю.С. (ДІТ), при виконанні якої автору належить аналіз ризикованості реалізації різних варіантів підвищення населеності вагону.

Мета і завдання дослідження. Мета дисертаційного дослідження полягає у розробці теоретико-методичних засад та практичних рекомендацій щодо створення дієвої системи аналізу, оцінки та врахування ризиків реального інвестування при визначенні його ефективності на прикладі впровадження швидкісного пасажирського руху на залізницях України.

Для досягнення поставленої мети в роботі необхідно вирішити такі завдання:

- провести поглиблений аналіз існуючих теорій ризику та інвестицій, узагальнити підходи до тлумачення категорії “інвестиційний ризик”;

- дослідити теоретичні засади аналізу та врахування ризиків при оцінці ефективності реального інвестування;

- узагальнити методичний інструментарій оцінки ризиків інвестування та визначення ефективності реалізації реальних інвестицій;

- опрацювати теоретико-методичні основи факторного аналізу в умовах нечіткої оцінки впливу окремих чинників ризиків на реалізацію інвестиційного проєкту;

- визначити та обґрунтувати вплив конкретних факторів ризиків на процес впровадження швидкісного пасажирського залізничного руху в залежності від інвестиційних стадій реалізації проєкту;

- розробити систему оцінки та врахування ризиків інвестиційного проєкту у нормі дисконтування при визначенні ефективності його реалізації;

- на основі здійснення оцінки ризиків макро-, мезо- та мікрорівнів розробити систему заходів для зниження рівня ризику процесу впровадження швидкісного пасажирського руху на залізницях України;

- дослідити комерційну ефективність та соціальний ефект від впровадження швидкісного пасажирського руху за напрямками Київ-Львів та Київ-Одеса.

Об'єктом дослідження є процес реального інвестування впровадження швидкісного руху на залізницях України.

Предметом дослідження виступають теоретико-прикладні засади оцінки та врахування ризиків при визначенні ефективності реального інвестування.

Методи дослідження ґрунтуються на системному аналізі економічних явищ і синтезі їх результатів. Для дослідження процесу ефективності інвестування були використані статистичні, математичні методи прогнозування, економічного та фінансового аналізу, спостереження, порівняння та абстрагування. Для аналізу та оцінки ризиків реального інвестування використовуються методи кількісного, якісного та абстрактно-логічного аналізу, метод експертних оцінок та інтегральний метод імовірнісної оцінки ризику, спостереження, порівняння, узагальнення, абстрагування, систематизації та класифікації.

Інформаційну базу дослідження склали законодавчі та нормативно-правові акти, що регламентують діяльність підприємств в Україні, наукові праці вітчизняних та зарубіжних вчених з проблем інвестування, ризик-менеджменту, матеріали статистичної та фінансової звітності Укрзалізниці, Національного банку України, Міністерства транспорту України, матеріали науково-практичних конференцій і періодичних видань.

Наукова новизна одержаних результатів. У дисертаційній роботі проведено комплексне теоретичне дослідження та методичне обґрунтування оцінки та врахування

ризиків при визначенні ефективності реального інвестування на прикладі впровадження швидкісного пасажирського руху на залізницях України, що дозволило одержати теоретичні і практичні результати, які містять наукову новизну та виносяться на захист, зокрема:

вперше:

запропоновано нове теоретичне обґрунтування до визначення комерційної ефективності реального інвестування через прогнозування, оцінку та врахування потенційно можливих ризиків макро- та мезорівнів, що повністю чи частково не можуть бути керованими за допомогою засобів ризик-менеджменту;

дістало подальшого розвитку:

поняття “інвестиційного ризику”, яке розкриває суть даного виду ризику з позиції імовірності відхилення очікуваних результатів від оперативних і цільових орієнтирів, може призводити як до додаткових вигід, так і до втрат;

методичні підходи до якісного аналізу ризиків впровадження швидкісного залізничного руху пасажирських поїздів, які встановлюють періодичність ідентифікації ризиків інвестиційного проекту, чинників ризиків та негативних наслідків їхнього впливу, комбінування факторів та негативних наслідків ризиків;

удосконалено:

систему моніторингу ризиків та реалізації заходів ризик-менеджменту у галузі залізничного транспорту, що забезпечить періодичну ідентифікацію внутрішніх і зовнішніх ризиків та їх повне чи часткове усунення за допомогою запропонованих інструментів в залежності від зони матриці вибору раціонального напрямку впливу на ризик;

систему класифікації ризиків інвестування, яка виокремлює ризики, що виникають при вкладанні коштів у капітальні (реальні) активи та у цінні папери, одночасно демонструючи ряд ризиків, що є спільними для обох видів інвестування;

формулу розрахунку соціального ефекту реалізації на залізничному транспорті масштабного інвестиційного проекту, що виражається у введенні додаткової незалежної змінної, яка враховує абсолютну різницю між часом перебування пасажирів у русі звичайним та швидкісним потягами.

Практичне значення отриманих результатів. Основні наукові положення дисертації доведені до рівня теоретичних узагальнень і прикладного інструментарію, що дає можливість їх використовувати при прийнятті рішень про доцільність реалізації інвестиційних проектів на залізничному транспорті та інших галузях в сучасних умовах. Все це дасть змогу істотно підвищити ефективність інвестиційних рішень та знизити рівень потенційно можливих втрат від настання певних видів ризиків шляхом запровадження превентивних заходів.

Отримані автором результати були використані у діяльності Головного управління розвитку і технічної політики Державної адміністрації залізничного транспорту „Укрзалізниця” (Акт впровадження № ЦТЕХ-718 Р від 14.11.2007 року) та вокзалу станції Київ-Пасажирський (Акт впровадження № 3626 від 18.12.2007 р.).

Загальні науково-методичні положення та результати дослідження знайшли відображення у навчальних курсах “Економіка підприємств”, “Економіка транспорту” та “Економіка галузі”, що викладаються у Національному авіаційному університеті (Акт впровадження від 15.11.2007 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійно виконаною науковою працею, у якій автором розроблено теоретико-прикладні основи аналізу та врахування ризиків при визначенні ефективності реального інвестування на прикладі впровадження залізничного швидкісного руху пасажирських поїздів.

Основні положення дисертаційної роботи викладено в одноосібних наукових статтях.

Апробація результатів дисертації. Теоретичні та практичні розробки, отримані у процесі дослідження і відображені в дисертаційній роботі, доповідалися та обговорювалися на міжнародних та всеукраїнських науково-практичних конференціях: “Проблеми та перспективи розвитку транспортних систем: техніка, технологія, економіка і управління” (м. Київ, 2005 р.); “Сучасні проблеми інноваційного розвитку держави” (м. Дніпропетровськ, 2005 р.); “Проблемы экономики и управления на железнодорожном транспорте” (г. Киев (г. Судак), 2006); “Проблеми економіки транспорту” (м. Дніпропетровськ, 2007 р.); “Проблемы экономики и управления на железнодорожном транспорте ЭКУЖТ 2007” (г. Киев (г. Судак), 2007).

Публікації. За результатами дисертаційного дослідження опубліковано 5 одноосібних статей у фахових збірниках наукових праць та 5 тез доповідей наукових конференцій.

Структура та обсяг роботи. Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел (103 найменування) та 9 додатків. Обсяг основного тексту роботи – 183 сторінки, в т.ч. 54 таблиці, 22 рисунка. Крім того, вступ на 8 сторінках, висновки на 6 сторінках, список використаних джерел – 10 сторінок, додатки – 49 сторінок.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ РОБОТИ

У першому розділі *“Теоретичні основи визначення, оцінки та врахування ризиків при реальному інвестуванні”* розкрито сутність ризику і причини його виникнення при інвестуванні; представлено ієрархічну структуру інвестиційних ризиків; досліджено теоретичні засади врахування ризиків при оцінці ефективності реального інвестування; розкрита економічна сутність інвестицій, реальних інвестицій та реального інвестування; визначено місце реальних інвестицій у класифікаційній системі на основі існуючих підходів у теорії інвестування, розглянуто методи оцінки ефективності реального інвестування;

Дослідженням встановлено, що процес інвестування завжди пов'язаний з ризиком, тому у першому розділі розглянуто різні підходи до сутнісної характеристики ризику. Зокрема, науковці класичної теорії вбачали у ризикі лише загрозу та трактували його виключно як негативне явище. Представники сучасної школи ризикології підходять до визначення ризику як невизначеності реалізації поставлених цілей, що передбачає відхилення від цільових орієнтирів як у гірший, так і в кращий бік. Вважаємо, що розуміння ризику багато в чому залежить від його виду. Автором систематизовані основні підходи до тлумачення категорії „ризик”

У дисертаційному дослідженні вивчено питання інвестиційних ризиків та запропоновано власне визначення цього поняття. На наш погляд, інвестиційний ризик – це вид економічного ризику, пов'язаний із вкладанням коштів у різні види інвестицій (як реальні, так і портфельні), який є імовірністю відхилення очікуваних результатів інвестування від оперативних та цільових орієнтирів, зумовлених невизначеністю та мінливістю економічного і соціально-політичного

простору діяльності суб'єктів господарювання; може призвести до виникнення як втрат, так і додаткових вигод.

Ризик притаманний будь-якій сфері діяльності, що зумовлює відповідне різноманіття ризиків. У результаті дослідження нами встановлено, що відсутня єдина класифікація ризиків та інвестиційних ризиків зокрема. Для побудови системи класифікації ризиків, що являє собою ієрархічну структуру та містить елементи, положення яких в даній структурі чітко визначено класифікаційними ознаками, що не суперечать одна одній, необхідно дотримуватися наступних положень:

1. Інвестиційній діяльності відповідає свій підпростір ризиків.
2. Кожному інвестиційному проекту у зазначеному підпросторі ризиків відповідає своя система ризиків, яка залежить від виду та типу проекту, регіону, стратегії поведінки інвестора тощо.
3. Для одного й того ж підпростору ризиків можуть бути запропоновані різні системи класифікацій, які будуються на різних принципах та можуть значно відрізнитися за своєю складністю.
4. При створенні класифікацій ризиків фактично відбувається заміна складної системи реально існуючих ризиків на відображення цієї системи ризиків за допомогою спрощеної моделі з метою їх практичного виявлення та аналізу. Динаміка системи ризиків в часі – об'єктивний фактор.

Нами розроблена та запропонована власна класифікація інвестиційних ризиків, що приведена на рис. 1.

Прийняття оптимальних інвестиційних рішень в умовах невизначеності залежить від ефективності проведеного комплексного аналізу, на основі поєднання якісної характеристики та кількісної оцінки ступеня ризикованості. Ризик інвестування можна кількісно оцінити за допомогою різноманітних методів: від складного імовірнісно-статистичного аналізу (за умови наявності достатньої достовірної інформації) до експертних процедур. Кожен метод має недоліки та переваги, тому у практичній діяльності необхідно використовувати їх різні комбінації, а також виходити з наявної для вивчення інформації та фактичних можливостей.

Дослідженням теоретичних підходів оцінки та врахування ризиків при визначенні ефективності реального інвестування встановлено, що до найбільш точних відноситься врахування премії за ризик у нормі дисконтування. Тому даний підхід був взятий для подальшого розгляду та застосування.

Аналіз наукової літератури показав наявність великої кількості тлумачень суті терміну “інвестиції”. На нашу думку, найбільш повно суть цього поняття розкрита у Законі України “Про інвестиційну діяльність”, де інвестиції представлені як всі види майнових та інтелектуальних цінностей, які вкладаються у об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (дохід) чи досягається соціальний ефект.

У дисертаційній роботі наведена систематизована автором класифікація інвестицій за різними ознаками.

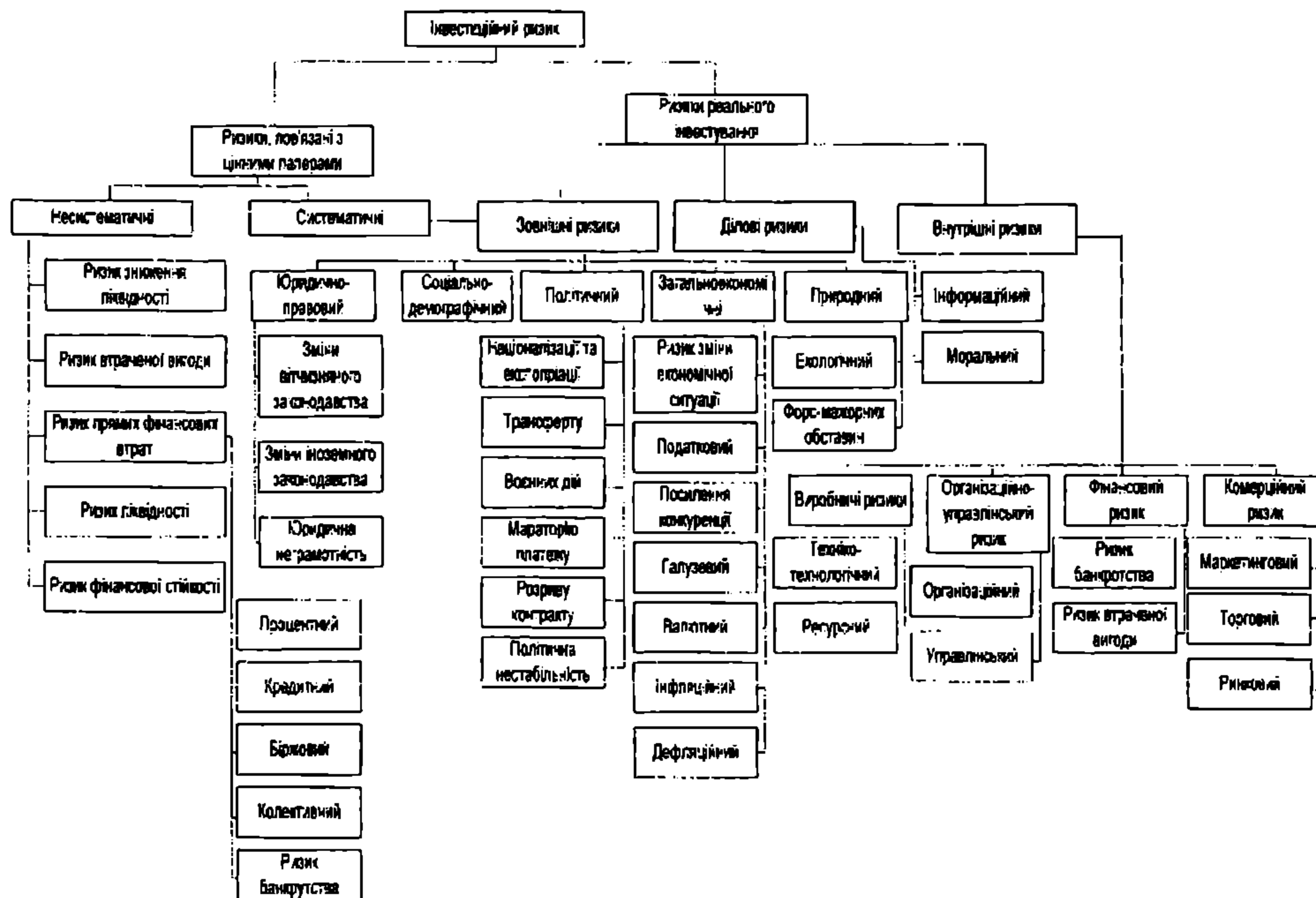


Рис. 1 Класифікація інвестиційного ризику

Дисертаційна робота націлена на вивчення реальних інвестицій та реального інвестування. Реальне інвестування це процес здійснення реальних інвестицій. Наукові джерела неоднозначно тлумачать суть реальних інвестицій. У роботі реальні інвестиції розглядаються як капітал у всіх його формах, що вкладається в об'єкти виробничного призначення, інноваційні нематеріальні активи та інші об'єкти інвестування, пов'язані зі здійсненням операційної діяльності підприємства з метою отримання прибутку або інших позавиробничих ефектів соціального характеру, підвищення конкурентоспроможності і ринкової стабільності підприємства, причому збільшення капіталу повинно бути достатнім для компенсації інвестору відмови від використання цих коштів в поточному періоді, винагороди його за ризик, а також відшкодування втрат від інфляції в майбутньому періоді. Це визначення ґрунтується на особливостях реального інвестування, зокрема підкреслюється зв'язок реальних інвестицій з операційною діяльністю підприємства; реальні інвестиції розглядаються як вкладення у розвиток господарюючого суб'єкта із використанням сукупності усіх видів ресурсів; результатом від здійснення реальних інвестицій є не лише прибуток, але й інший корисний ефект.

У дисертаційній роботі розглянуто історичні аспекти розвитку методів оцінки ефективності реального інвестування за допомогою показників чистого дисконтованого доходу, внутрішньої норми доходності, терміну окупності інвестицій, індексу доходності. Проведено аналіз переваг і

недоліків застосування вище зазначених показників та наведені рекомендації з комплексного їх використання.

У другому розділі *“Методичні підходи аналізу та оцінки ризиків реального інвестування на прикладі впровадження швидкісного пасажирського залізничного руху в Україні”* досліджено сучасний стан, тенденції та проблеми, які мають місце у роботі пасажирського господарства залізничного транспорту України, здійснено аналіз Державної цільової програми впровадження швидкісного залізничного руху пасажирських поїздів в Україні, розглянуто методику факторного аналізу ризиків інвестування, проведено детальний аналіз факторів та наслідків ризиків на різних етапах та стадіях реалізації інвестиційного проєкту по впровадженню швидкісного пасажирського руху, розроблено метод оцінки та врахування ризиків реального інвестування у нормі дисконтування при визначенні комерційної ефективності проєкту.

Проведений аналіз дозволяє стверджувати, що залізничний транспорт утримує лідируюче положення на ринку перевезень та має стратегічне державне значення. Залізничний транспорт характеризується динамічністю та перспективністю розвитку. Однак, сьогодні перед пасажирським господарством залізничного транспорту стоїть ряд проблем, що гостро потребують їх вирішення, серед них: значний моральний та фізичний знос рухомого складу (84 %); застаріла транспортна інфраструктура; низький рівень використання рухомого складу та зменшення показника середньої населеності пасажирського вагону у внутрішньому та міжнародному сполученні; значний час перебування поїздів у русі; адміністративне стримування тарифів у внутрішньому сполученні при зростанні цін на паливно-енергетичні ресурси; відсутність повної компенсації за перевезення пільгових категорій населення; зменшення пасажирообігу (рис. 2); відсутність фінансування з боку держави основних перспективних програм розвитку залізничного транспорту тощо.

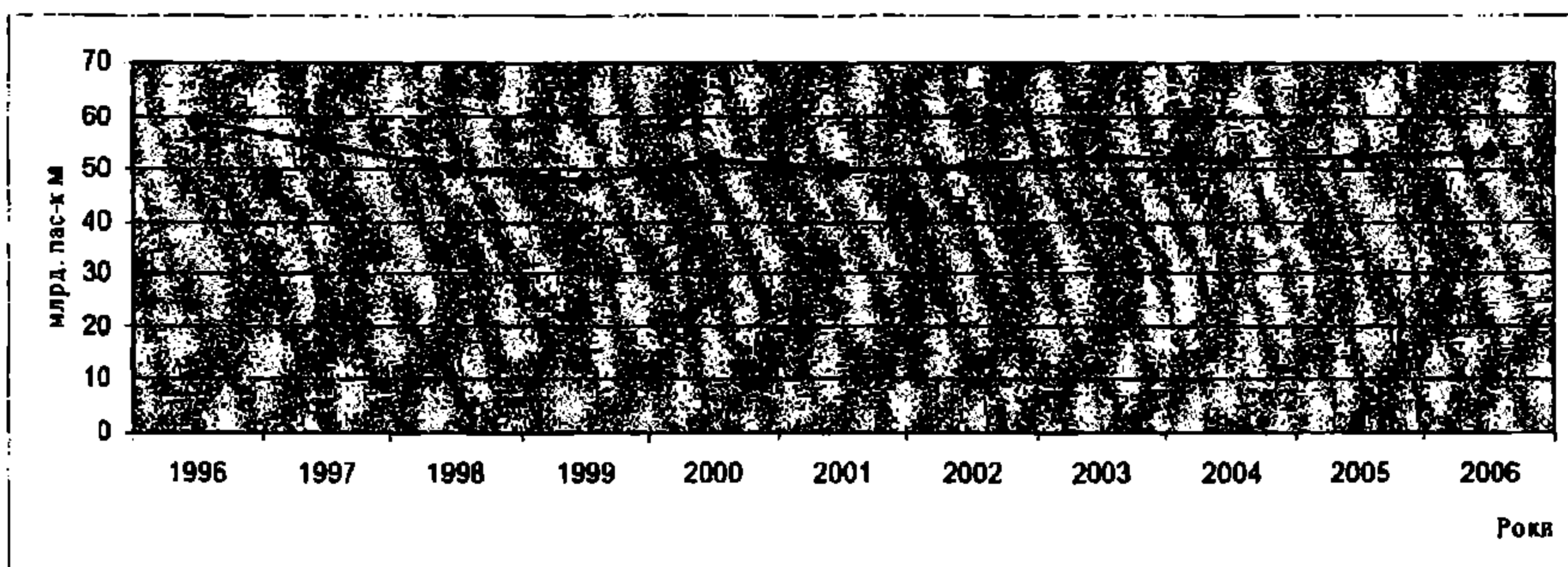


Рис. 2 Динаміка пасажирообігу залізничного транспорту України

Все вище зазначене є причиною значної збитковості пасажирських залізничних перевезень, яка досягла 3,3 млрд. грн. у 2006 році (рис. 3).

Одним із можливих та найбільш реальних шляхів вирішення проблем пасажирського господарства залізничного транспорту є реалізація інвестиційного проєкту по впровадженню швидкісного пасажирського залізничного руху, який дасть можливість: забезпечити скорочення витрат часу на поїздки пасажирів; збільшити частку залізничного транспорту на ринку транспортних послуг; здійснити оновлення рухомого складу залізниць вагонами та локомотивами нового покоління; сприяти інтеграції вітчизняних залізниць в єдину європейську

мережу швидкісного сполучення; підвищити мобільність населення; підвищити рівень комфорту поїздки.

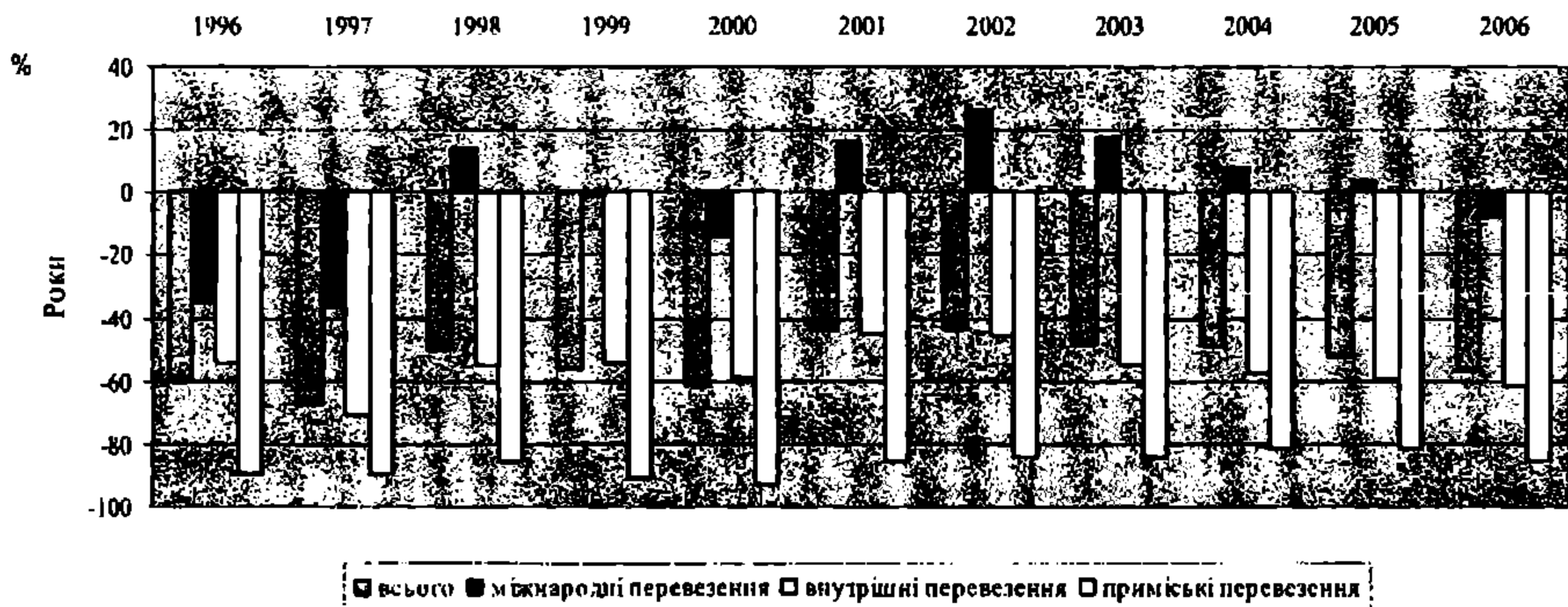


Рис. 3 Рентабельність міжнародних, внутрішніх та приміських перевезень пасажирів на залізницях України

Оцінка ризиків впровадження швидкісного пасажирського залізничного руху в Україні здійснювалася на макро-, мезо- та мікрорівнях з використанням методу факторного аналізу ризиків, який може бути успішно використаний в умовах невизначеності та конфліктності впливу окремих чинників ризиків. Суть факторного аналізу ризиків можна розкрити за допомогою наступного алгоритму: виділення елементарних ризиків за схемою: сутність ризику → фактори, що зумовлюють цей ризик → можливі наслідки від настання елементарного ризику; вибір експертів; оцінка факторів та наслідків ризиків мікро- та мезорівня за допомогою імовірностей настання та (або) коефіцієнтів упевненості, визначення рівня можливих втрат від настання наслідків елементарних ризиків; узгодження думок експертів; комбінування факторів та можливих наслідків ризику (формування структури елементарних ризиків); розрахунок ступеня елементарних ризиків (сумісних та несумісних) з врахуванням сили впливу факторів, що його зумовлюють; визначення оціночного значення по кожному виду ризику як інтегральної імовірності чи упевненості; визначення інтегрального рівня ризику реалізації інвестиційного проєкту як суми оцінок сумісних та несумісних ризиків. Запропонований метод факторної оцінки ризиків може бути використаний для визначення ризикованості реалізації будь-якого інвестиційного проєкту незалежно від його особливостей.

На основі якісного аналізу ризиків реалізації інвестиційного проєкту по впровадженню швидкісного пасажирського залізничного руху були сформовані групи факторів та наслідки ризиків на кожній зі стадій та етапів інвестиційного проєкту. Проведений якісний аналіз ризиків впровадження швидкісного пасажирського залізничного руху є основою для подальшої кількісної оцінки ризиків на мікро-, мезо- та макрорівнях.

У другому розділі автором розроблений та запропонований загальний теоретичний підхід оцінки та врахування ризиків реального інвестування у нормі дисконтування у вигляді премії за ризик при визначенні комерційної ефективності проєкту. На нашу думку, у премії за ризик не потрібно враховувати оцінку ризику мікрорівня, так як вона може бути знижена за

рахунок ефективних заходів ризик-менеджменту, витрати на які повні бути враховані шляхом збільшення прогнозованої величини поточних витрат інвестиційного проекту та (або) шляхом зменшення прогнозованих доходів у разі уникнення ризику. Ми пропонуємо річну премію за ризик розраховувати за формулою (1) з подальшим її врахуванням у нормі дисконтування:

$$p_6 = 1 - \sqrt[k]{(1 - p_1) * (1 - p_2)}, \quad (1)$$

де p_1 та p_2 – оціночне значення ризику макро- та мезорівня відповідно;

p_6 – премія за ризик, що враховується у нормі дисконтування;

k – розрахункова кількість років реалізації проекту (або горизонт розрахунків).

Однак, варто відмітити, що у випадку, якщо підприємство є одночасно цілою галуззю, тобто займає монопольне положення на ринку, як наприклад, залізничний транспорт, або займає провідні (лідуючі) позиції у галузі (жорстка олігополія), є необхідність коригувати оціночне значення ризику мезорівня p_2 , так як таке підприємство може впливати на частину ризиків галузевого рівня. Пропонуємо вилучати із загального переліку ризиків, ті ризики мезорівня, на які підприємство може справляти вплив, застосовуючи заходи ризик-менеджменту. Розраховане таким чином кориговане оціночне значення ризику мезорівня p'_2 пропонуємо застосовувати для підрахунку премії за ризик у нормі дисконтування за формулою (2):

$$p_6 = 1 - \sqrt[k]{(1 - p_1) * (1 - p'_2)}, \quad (2)$$

де p'_2 – коригована оцінка ризику мезорівня.

Для врахування премії за ризик у норму дисконтування найбільш адекватні результати відносно вітчизняних умов господарювання дає використання гіперболічної моделі, яка може бути записана у вигляді:

$$E_1 = \frac{E_0 + p_6}{1 - p_6}, \quad (3)$$

де E_1 – норма дисконтування з врахуванням премії за ризик;

E_0 – безризикова ставка дисконтування;

p_6 – премія за ризик, розрахована за формулою (1) або (2).

Загальний підхід до оцінки та врахування ризиків у нормі дисконтування передбачає використання безризикової ставки дисконтування, алгоритм розрахунку якої наведений у дисертаційному дослідженні.

У третьому розділі *“Врахування ризиків при обґрунтуванні комерційної ефективності впровадження швидкісного пасажирського руху на залізницях України”* застосовано методичні підходи та здійснено оцінку ризиків впровадження швидкісного пасажирського руху на залізницях України на різних ієрархічних рівнях: мікро-, мезо- та макrorівнях; розраховано інтегральне значення ризикованості реалізації інвестиційного проекту в цілому; розроблено рекомендації по зменшенню імовірності появи ризиків на мікро- та частково на мезорівнях; розраховано значення річної премії за ризик та безризикової норми дисконтування; здійснено розрахунок комерційної та соціальної ефективності впровадження швидкісного пасажирського руху за напрямками Київ-Львів та Київ-Одеса.

Використання методу факторного аналізу ризиків та експертних процедур дало можливість оцінити імовірність та рівень потенційно можливих втрат від настання факторів та наслідків ризиків мікрорівня інвестиційного проекту. У табл. 1 наведено перелік основних груп чинників

ризиків мікрорівня з їх експертною оцінкою. Найбільш вірогідними, на думку експертів, є чинники ризиків, що пов'язані з будівництвом: різка зміна цін на будівельні матеріали, зупинення фінансування інвестиційного проекту, незадовільний технічний і технологічний стан залізничної інфраструктури та відсутність необхідного сучасного рухомого складу. Чинники ризиків, що пов'язані з персоналом, інформацією та просуванням нової транспортної послуги на ринку, характеризуються середньою імовірністю настання. Найменш імовірними є поява чинників ризиків, що пов'язані з пасажирями.

Таблиця 1

Основні чинники інвестиційних ризиків, які виникають на етапах реалізації проекту впровадження швидкісного пасажирського залізничного руху

Групи чинників ризиків мікрорівня	Імовірність виникнення
Чинники ризиків, які пов'язані з інформацією	0,48
Чинники ризиків, які пов'язані з послугою	0,46
Чинники ризиків, які пов'язані з пасажирями	0,44
Чинники ризиків, які пов'язані з персоналом	0,5
Чинники ризиків, які пов'язані з будівництвом	0,62

У дисертаційній роботі приведені групування можливих наслідків за видами ризиків з експертною оцінкою імовірності їх настання та величиною можливих втрат. Експертна оцінка дала можливість визначити найбільш ризиковані ситуації (наслідки впливу визначених факторів): необ'єктивність прийняття управлінських рішень; збільшення тарифів послуги внаслідок зростання витрат на будівництво; невідповідність характеристик послуги вимогам пасажирів; порушення термінів виходу послуги на транспортний ринок; коливання якості послуги; невідповідність нової послуги вимогам транспортного ринку; збільшення витрат на перевезення; недоотримання частини запланованого прибутку; неотримання прибутку; неповернення частини капіталовкладень.

Визначені негативні наслідки, що можуть виникнути на мікрорівні, були об'єднані у такі види ризику: маркетинговий ризик, ризик будівництва, управлінський ризик, фінансовий ризик.

На основі проведеного комбінування чинників та наслідків ризиків мікрорівня (шляхом використання формули Байєса) було розраховано умовну імовірність їх настання. Узагальнена оцінка можливого рівня втрат та умовної імовірності настання ризиків мікрорівня наведена у табл. 2.

Таблиця 2

Узагальнена оцінка умовної імовірності виникнення ризиків мікрорівня інвестиційного проекту

Вид ризику	Умовна імовірність виникнення ризику	Імовірнісна оцінка рівня втрат
Управлінський ризик	0,12	0,58
Маркетинговий ризик	0,13	0,38
Ризик будівництва	0,24	0,38
Фінансовий ризик	0,24	0,62
Узагальнена оцінка	0,18	0,49

Отже, узагальнена оцінка ризиків мікрорівня свідчить про незначну імовірність їх виникнення. Однак, у разі їх настання вони можуть призвести до середнього рівня втрат.

Будь-який інвестиційний проект завжди знаходиться під впливом значної кількості зовнішніх по відношенню до нього ризиків, що не пов'язані зі специфікою його реалізації. Це ризики мезо- та макрорівня, які потребують врахування їх імовірнісного значення. Оцінка ризиків мезорівня наведена у табл. 3.

Найбільш імовірним є настання адміністративно-законодавчого та технологічного ризиків. Перший вид ризику не залежить від галузі залізничного транспорту і тому не може бути

керованим. Однак технологічний ризик пов'язаний зі специфікою роботи усієї галузі, а тому може бути частково керованим, що вимагає розробки дієвих заходів для його зниження. Найменш впливовими на діяльність залізничного транспорту є соціальний, демографічний, екологічний та інформаційні ризики.

Таблиця 3

Ранги значимості ризиків мезорівня (діяльності галузі залізничного транспорту) згідно з даними експертної оцінки

Ризики мезорівня	Ранжирування			
	коефіцієнти упевненості		рівень можливих втрат	
	оцінка	ранг	оцінка	ранг
Соціальний ризик	0,16	5	0,05	5
Демографічний ризик	0,24	4	0,12	4
Адміністративно-законодавчий ризик	0,49	1	0,72	2
Ринковий ризик	0,24	4	0,17	4
Технологічний ризик	0,35	2	0,85	1
Екологічний ризик	0,21	4	0,18	4
Фінансовий ризик	0,29	3	0,30	3
Інформаційний ризик	0,21	4	0,11	4

Узагальнена оцінка ризиків мезорівня залізничного транспорту свідчить про допустиму імовірність їх виникнення (0,27) та помірний рівень втрат, при їх настанні (0,31).

На наш погляд, дана оцінка не може бути повністю врахована у норму дисконтування, так як залізничний транспорт є державною монополією. Виходячи із цього положення, серед вище розглянутих ризиків є такі, що можуть бути керованими та піддаються впливу. Саме монопольне становище залізничного транспорту дає можливість, на наш погляд, впливати на соціальний, інформаційний та технологічний ризики. Узагальнена оцінка ризиків мезорівня, що не можуть бути керованими, складає 0,26.

Окрім ризиків мезорівня розрізняють також ризики макrorівня, або ризики країни, в якій знаходиться суб'єкт господарської діяльності та реалізує інвестиційний проект. Ці ризики відображають загальнодержавні тенденції, що зумовлюються нестабільністю державної влади, політичною кризою, особливостями державного устрою та законодавства, неефективною економічною політикою, етнічними та регіональними проблемами, поляризацією інтересів різних соціальних груп, можливими терористичними та військовими діями тощо. Ризики макrorівня не залежать від діяльності конкретного суб'єкта, а отже, не можуть бути керованими, їх тільки враховують при прийнятті управлінських рішень. Значення макrorівневих ризиків повністю враховується у нормі дисконтування. Макrorівневі ризики були оцінені за методикою журналу "Euromoney".

Проведений комплексний аналіз впливу ризиків усіх рівнів (мікро-, мезо- та макро-) на процес впровадження швидкісного пасажирського залізничного руху дав можливість оцінити інтегральне значення ризикованості реалізації даного інвестиційного проекту (табл. 4).

Даний інвестиційний проект характеризується середнім рівнем ризикованості. Однак, як свідчить дисертаційне дослідження, процес впровадження швидкісного руху залізницями найбільше залежить від зовнішніх факторів, що практично не піддаються впливу, зокрема, про це свідчать оціночні значення ризиків на макро- та мезорівнях.

Оціночні значення ризиків мікро- та частково мезорівня можуть бути знижені за допомогою системи заходів ризик-менеджменту. Вибір методу зниження ризику залежить від співвідношення між двома показниками – імовірністю настання ризику та рівня втрат, до яких він може призвести. У дисертаційному дослідженні запропоновано конкретні методи впливу на ризики мікро- та мезорівня інвестиційного проекту по впровадженню швидкісного пасажирського руху Укрзалізницею.

Таблиця 4

Інтегральне значення ризику впровадження швидкісного пасажирського залізничного руху в Україні

Види ризику	Імовірнісна оцінка ризикованості	Ранг	Зважена оцінка
1	2	3	4
макрорівень			
Політичний ризик країни	0,14	2	0,28
Показник ефективності економіки (економічні результати)	0,19	1	0,19
Рівень заборгованості країни	0,01	5	0,05
Реструктуризація боргу/дефолт	0,01	5	0,05
Рівень кредитоспроможності	0,08	3	0,24
Доступ до банківського фінансування	0,04	4	0,16
Доступ до короткострокового фінансування	0,03	4	0,12
Доступ до ринків капіталів	0,05	3	0,15
Форфейтинг	0,04	4	0,16
Всього по макрорівню		$\Sigma r_i = 31$	$\Sigma (A_i * r_i) = 1,4$
Узагальнена оцінка ризику на макрорівні	$p_1 = \frac{\sum_{i=1}^5 (A_i * r_i)}{\sum_{i=1}^5 r_i} = \frac{1,4}{31} = 0,18$		
мезорівень			
Соціальний ризик	0,16	5	0,80
Демографічний ризик	0,24	4	0,96
Адміністративно-законодавчий ризик	0,49	1	0,49
Ринковий ризик	0,24	4	0,96
Екологічний ризик	0,21	4	0,84
Технологічний ризик	0,35	2	0,70
Фінансовий ризик	0,29	3	0,87
Інформаційний ризик	0,21	4	0,84
Всього по мезорівню	x	$\Sigma r_i = 27$	$\Sigma (A_i * r_i) = 6,46$
Узагальнена оцінка ризику на мезорівні	$p_2 = \frac{\sum_{i=1}^5 (A_i * r_i)}{\sum_{i=1}^5 r_i} = \frac{6,46}{27} = 0,24$		
мікрорівень			
Управлінський ризик	0,12	2	0,24
Маркетинговий ризик	0,13	2	0,26
Ризик будівництва	0,24	1	0,24
Фінансовий ризик	0,24	1	0,24
Всього по мікрорівню	x	$\Sigma r_i = 6$	$\Sigma (A_i * r_i) = 0,98$

1	2	3	4
Узагальнена оцінка ризику на мікрорівні	$p_3 = \frac{\sum_{i=1}^3 (A_i * r_i)}{\sum_{i=1}^3 r_i} = \frac{0,98}{6} = 0,16$		
Інтегральна оцінка ризику інвестиційного проекту	$1-(1-p_1)*(1-p_2)*(1-p_3)=1-(1-0,18)*(1-0,24)*(1-0,16)=0,48$		

Згідно запропонованого у другому розділі методу оцінки та врахування ризиків при визначенні ефективності реального інвестування було проведено розрахунок норми дисконтування, що враховує потрібну норму доходу, інфляцію, премії за низьку ліквідність та ризикованість здійснення проекту. Таким чином, норма дисконтування, що може бути використана для оцінки комерційної ефективності впровадження швидкісного пасажирського руху на залізницях України, складає 0,1025.

У дисертаційній роботі розглядається 4 можливих сценарії впровадження швидкісного руху на залізницях України:

два сценарії “160 P1” та “160 P2” для поїздів *Pendolino* зі швидкістю руху 160 км/год на прямих ділянках шляху;

два сценарії “200 P1” та “200 P2” для поїздів *Pendolino* зі швидкістю руху 200 км/год на прямих ділянках шляху.

Для порівняння був обраний базовий сценарій, що не передбачає швидкостей вище 120 км/год та не потребує значної модернізації інфраструктури, на прикладі пасажирських потягів № 097 та № 009 за напрямками Київ-Одеса та Київ-Львів.

Згідно розрахункових значень показників чистого дисконтованого доходу сценаріїв 200 P2 є збитковими і не окупиться до 2025 року. Рішення про прийняття конкретного сценарію впровадження швидкісного руху на залізницях України було прийняте на основі даних табл. 5.

Виходячи з даних табл. 5, сценарій впровадження швидкісного пасажирського руху 160 P2 має кращі порівняльні показники комерційної ефективності, ніж сценарій 160 P1. Таким чином, пропонується впроваджувати швидкісний пасажирський рух на залізницях України за сценарієм 160 P2.

Таблиця 5

Порівняльна таблиця показників комерційної ефективності сценаріїв 160 P1 та 160 P2

Варіант проекту	Чистий дисконтований дохід, млн. євро	Внутрішня норма доходності, %	Індекс доходності інвестицій
	ЧДД	ВНД	ІД
160 P1	91,18	28,585	1,21
160 P2	171,27	56,800	1,38

Окрім комерційної ефективності даний інвестиційний проект має значне соціальне значення. Скорочення витрат часу пасажирями швидкісних поїздів відноситься до важливих ефектів одержаних від реалізації інвестиційного проекту. Витрати часу на поїздку пасажирів не повинні перевищувати межі його біоритму. У роботі запропонована удосконалена формула розрахунку соціального ефекту впровадження швидкісного руху на залізницях:

$$E_{\text{соц}} = 365 * U_{\text{п-год}} * \Delta t * C_{\text{м}} * z * N_{\text{с}} * 10^{-6}, \quad (4)$$

$E_{\text{соц}}$ - соціальний ефект швидкісних пасажирських поїздів;

365 – кількість днів на рік;

$\Pi_{\text{год}}$ – середня вартість однієї пасажиро-години;

Δt – різниця часу в годинах між поїздом звичайним поїздом та швидкісним;

χ_m – кількість місць у швидкісному поїзді;

z – середній коефіцієнт використання місць у вагонах швидкісного пасажирського поїзду;

N_c – кількість швидкісних пасажирських поїздів на добу;

10^6 – мільйонів грн.

У табл. 6 наведені розрахункові значення в грошовому вираженні соціального ефекту зекономленого часу пасажирів за різними сценаріями за формулою (4).

Таблиця 6

Річний соціальний ефект від впровадження швидкісних поїздів за напрямками Київ-Львів та Київ-Одеса по сценаріям, млн. грн.

Сценарій	Напрямок	
	Київ-Львів	Київ-Одеса
160 P1	24,937	38,731
160 P2	42,861	48,939
200 P1	45,355	52,290
200 P2	51,199	56,109

Безперечним є факт пропорційного зростання соціального ефекту у вартісному виразі при зростанні швидкостей руху та зменшенні часу перебування пасажирів у русі.

ВИСНОВКИ

Дисертаційна робота спрямована на розв'язання важливої економічної проблеми – інтегральної оцінки та врахування ризиків при обґрунтуванні комерційної ефективності здійснення інвестиційних проектів. Запропонований теоретичний підхід врахування ризиків у нормі дисконтування був апробований на прикладі масштабного інвестиційного проекту по впровадженню швидкісного пасажирського залізничного руху в Україні. Вище зазначений підхід узагальнює та розвиває наукові положення щодо оцінки ризиків інвестиційного проекту на макро-, мезо- та мікрорівнях; вносить елементи новизни щодо пофакторного врахування ризиків у нормі дисконтування.

Проведене наукове дослідження дозволило зробити ряд висновків теоретичного та практичного характеру, суть яких зводиться до наступного:

1. Аналіз наукових джерел з проблем ризику дав можливість виявити неоднозначність тлумачення цього поняття. Ризик, можливо, одна з найзагадковіших економічних категорій сьогодні. Слід також відмітити відсутність єдиного науково обґрунтованого підходу до класифікації ризиків. Все це зумовило необхідність формування власного бачення сутності “ризиків” та “інвестиційного ризику”. На наш погляд, інвестиційний ризик – це вид економічного ризику, пов'язаний із вкладанням коштів у різні види інвестицій (як реальні, так і портфельні), який є імовірністю відхилення очікуваних результатів інвестування від оперативних та цільових орієнтирів, зумовлених невизначеністю та мінливістю економічного і соціально-політичного простору діяльності суб'єктів господарювання; може призвести до виникнення як втрат, так і додаткових вигод.

2. У роботі запропонована власна класифікація інвестиційного ризику, яка дає можливість окремо виділити ризики, що пов'язані з фінансовими та реальними інвестиціями. Розроблена автором класифікація інвестиційного ризику, визначаючи місце кожного ризику у їх ієрархічній структурі, націлена на практичне її використання для досягнення мети дисертаційного дослідження.

3. Розглянуто методи кількісної та якісної оцінки ризиків, визначено недоліки та переваги кожного з них, внаслідок чого рскомендується застосування одночасно декількох методів, враховуючи стан інформаційного забезпечення та умови реалізації конкретного інвестиційного проекту.

4. У роботі вивчено та прорахунковано за точністю застосування ряд існуючих підходів до врахування ризиків при обґрунтуванні комерційної ефективності інвестиційного проекту. Одним з найбільш математично точних та широко вживаних є врахування премії за ризик у норму дисконтування, який взятий нами для подальшого практичного застосування.

5. Ґрунтовний аналіз наукових праць з теорії інвестицій та інвестування дав можливість сформулювати основні положення, що визначають їх суть. Дисертаційне дослідження спрямоване на вивчення саме реальних інвестицій та відповідно процесу їх здійснення реального інвестування. В результаті вивчення наукових джерел з інвестування встановлено, що реальне інвестування – це капітал у всіх його формах, що вкладається в об'єкти виробничого призначення, інноваційні нематеріальні активи та інші об'єкти інвестування, пов'язані зі здійсненням операційної діяльності підприємства з метою отримання прибутку або інших позавиробничих ефектів соціального характеру, підвищення конкурентоспроможності і ринкової стабільності підприємства, причому збільшення капіталу повинно бути достатнім для компенсації інвестору відмови від використання цих коштів в поточному періоді, винагороди його за ризик, а також відшкодування втрат від інфляції в майбутньому періоді. У роботі запропонована власна класифікація інвестицій, що є результатом систематизації за різними ознаками існуючих підходів.

6. Інвестиції як різновид капіталу, що характеризується перспективністю його використання, завжди націлений на певний результат у майбутньому (отримання прибутку, екологічних, соціальних вигод тощо). З метою виміру ефективності реального інвестування у сучасних умовах формування ринкових відносин розроблені та використовуються близько 50 різних показників. Найбільш поширеними серед них є чистий дисконтований дохід, індекс доходності, термін окупності та внутрішня норма доходності. У дисертаційному дослідженні вивчена історія розвитку підходів та методів оцінювання ефективності інвестицій у необоротній капітал з кінця ХІХ ст. і до сьогодні; розкриті відмінності між методами; визначені переваги та недоліки методів оцінки результативності інвестицій.

7. Дослідженням визначено та обґрунтовано основні проблеми, з якими пов'язана діяльність пасажирського господарства залізничного транспорту сьогодні: застарілий рухомий склад та транспортна інфраструктура, значний час перебування у русі пасажирських поїздів, адміністративне регулювання рівня тарифів у внутрішньому сполученні, значна збитковість пасажирських перевезень (окрім міжнародних), нестабільність законодавчої бази та політичної ситуації в країні, значний рівень конкуренції з автомобільним транспортом у приміському сполученні та з авіацією у дальньому тощо. Водночас, залізничний транспорт є стратегічно важливим об'єктом для держави в цілому, який характеризується перспективністю та динамічністю розвитку, а також значною невизначеністю результатів діяльності.

8. Одним з найбільш імовірних та ефективних засобів вирішення проблем пасажирського комплексу залізничного транспорту є впровадження швидкісного руху пасажирських поїздів на залізницях України.

9. Дослідження ефективності впровадження швидкісного пасажирського руху неможливе без якісної та кількісної оцінки ризиків даного проєкту. Безперечною є необхідність визначення та оцінки можливих інвестиційних ризиків і розробки управлінських рішень з метою зменшення їх негативного впливу на передінвестиційному етапі. Недосконалість та обмеженість методик оцінки

ризикованості реалізації інвестиційних проектів, врахування недоліків та переваг їх застосування зумовили використання методу факторного аналізу ризику з використанням експертних процедур.

10. Сформульовані групи чинників ризиків, які виникають на різних стадіях та етапах інвестиційного проекту по впровадженню швидкісного пасажирського залізничного руху та визначені можливі негативні наслідки їхнього впливу, ідентифіковані основні види ризиків, що виникають на мікро-, мезо- та макрорівнях.

11. У дисертаційному дослідженні використана удосконалена методика визначення норми дисконтування інвестиційного проекту та інтегральної оцінки ризику, а також запропоноване власне нове теоретичне обґрунтування врахування ризику у нормі дисконтування.

12. Виявлені основні види ризиків, які виникають на мікро-, мезо- та макрорівнях. Найбільший вплив серед усіх видів ризиків справляють ризики мезорівня, особливо адміністративно-законодавчий та технологічний, що мають помірну та середню імовірність настання та характеризуються значними та надмірними втратами від їх реалізації. Ризики мікрорівня пов'язані безпосередньо з особливостями інвестиційного проекту по впровадженню швидкісного залізничного пасажирського руху та визначаються незначною імовірністю та середнім рівнем втрат від їх настання. Серед ризиків мікрорівня найбільш загрозливими є фінансові ризики та ризики будівництва. Макроризики характеризуються помірною імовірністю настання та неможливістю регулювання їхнього значення.

13. Метод інтегральної оцінки ризику дав можливість визначити міру ризикованості впровадження швидкісного пасажирського залізничного руху в Україні, яка характеризується помірною імовірністю настання ідентифікованих у роботі видів ризиків.

14. Оцінка міри ризикованості впровадження швидкісного руху та дослідження сучасних теоретико-прикладних підходів до управління ризиком дали можливість запропонувати сукупність способів зниження ступеня ризику на мікро- та частково на мезорівнях. У дисертаційній роботі запропоновано здійснювати моніторинг факторів та можливих наслідків ризиків за розробленими формами експертного опитування на мікрорівні кожні півроку, на мезорівня – щороку, на макрорівні – кожні 3-4 роки.

15. На основі розрахунків рівня ризику на мікро- та мезорівнях запропоновано ряд заходів для його зниження. Вибір методу зниження ризику залежить від співвідношення між двома оціночними показниками – імовірністю настання ризикової ситуації та рівня втрат, до яких вона може призвести.

16. Розрахована у дисертаційній роботі норма дисконтування згідно запропонованого обґрунтування склала 10,25 % та дала можливість здійснити оцінку комерційної ефективності впровадження швидкісного пасажирського залізничного руху в Україні за чотирма основними сценаріями за напрямками Київ-Львів та Київ-Одеса. У перспективі сценарії 160 P1, 160 P2, 200 P1 будуть прибутковими.

17. У дисертаційному дослідженні окрім комерційної запропонований розрахунок соціального ефекту, який полягає у скороченні часу перебування пасажирів у русі. Нами було удосконалено формулу розрахунку соціального ефекту впровадження швидкісного руху на залізничному транспорті, що виражається у введенні додаткової незалежної змінної, яка враховує абсолютну різницю між часом перебування пасажирів у русі звичайним та швидкісним потягами, та встановлено той факт, що зростання соціального ефекту у вартісному виразі пропорційно залежить від зростання швидкостей руху та зменшення часу перебування пасажирів у русі.

18. Отже, соціальний ефект та утримання конкурентних позицій на транспортному ринку основні задачі впровадження швидкісного пасажирського руху на залізницях України. Сценарій 160 P2 є найбільш оптимальним для українських залізниць – враховуючи брак вільних коштів та гостру потребу реформування пасажирського господарства, він дає можливість збільшити швидкості руху пасажирських потягів, вивести зі збиткового стану пасажирські перевезення, утримувати провідні позиції на ринку транспортних послуг, продовжувати процес інтеграції до європейської мережі.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

Статті у наукових фахових виданнях

1. *Шереш О. М.* Впровадження швидкісного пасажирського руху – новий бачення підвищення ефективності інфраструктури”. – Київ: КУЕТТ, 2005. – № 11. – С. 115-120 (0,358 д.а.).
2. *Шереш О. М.* Обґрунтування розрахунку норми дисконтування інвестиційних проектів ЦКВ Укрзалізниці // Зб. наук. пр. Дніпропетровського національного університету залізничного транспорту імені акад. В. Лазаряна – Дніпропетровськ: ДНУЗТ, 2006. – № 10. – С. 220-223 (0,215 д.а.).
3. *Шереш О. М.* Аналіз існуючих методик оцінки ефективності інвестиційних проєктів// Зб. наук. пр. Київського університету економіки та технологій транспорту “Проблеми підвищення ефективності інфраструктури”. – Київ: КУЕТТ, 2006. – № 12. – С. 217-225 (0,532 д.а.).
4. *Шереш О. М.* Економічна сутність ризику та місце інвестиційного ризику в системі ризиків // Зб. наук. пр. Національного авіаційного університету. – Київ: НАУ, 2007. – № 13. – С. 53-59 (0,558 д.а.).
5. *Шереш О.М.* Теоретичний підхід оцінки та врахування ризиків реального інвестування у нормі дисконтування // Зб. наук. пр. Національного авіаційного університету. Київ: НАУ, 2008. – № 17. – с. 347-358 (0,653 д.а.).

Тези доповідей

1. *Шереш О. М.* Обґрунтування необхідності створення нових методичних підходів до оцінки ефективності інвестиційних проєктів // Матеріали МНПК “Сучасні проблеми інноваційного розвитку держави”. Том 2. – Дніпропетровськ: Наука і освіта, 2005. – С. 90-92 (0,157 д.а.).
2. *Шереш О. М.* Швидкісний пасажирський рух – новий етап у розвитку залізниць України // Проблеми та перспективи розвитку транспортних систем: техніка, технологія, економіка і управління: Тези доповідей третьої наук.-практичної конф. – Сер. „Економіка і управління”. К.: КУЕТТ. – 2005. – С. 45-46 (0,171 д.а.).
3. *Шереш О. М.* Інтегральна оцінка ризику інвестиційного проєкту // Проблемы экономики и управления на железнодорожном транспорте: Материалы Международной научно-практической конференции. – К.: КУЭТТ, 2006. – С. 131-132 (0,075 д.а.).
4. *Шереш О. М.* Загальна модель системної оцінки ризику реальних інвестиційних проєктів // Проблеми економіки транспорту: Тези доповідей VI Міжнародної наукової конференції. – Д.: ДІТ, 2007. – С. 100 (0,069 д.а.).
5. *Шереш О. М.* Методика факторного аналізу ризику реального інвестування // Проблемы экономики и управления на железнодорожном транспорте: Материалы Второй Международной научно-практической конференции. – К.: КУЭТТ, 2007. – С. 121-122 (0,068 д.а.).

НАУКОВО-ТЕХНІЧНА БІБЛІОТЕКА
Дніпропетровського національного
університету залізничного транспорту
імені академіка В. Лазаряна

6993 а

АНОТАЦІЯ

Шерепа О.М. “Теоретико-прикладні основи врахування ризиків при оцінці ефективності реального інвестування”. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.04 – економіка та управління підприємствами (залізничний транспорт). – Дніпропетровський університет залізничного транспорту імені академіка В. Лазаряна, Дніпропетровськ, 2008.

Дисертацію присвячено розробці теоретичних, методичних і практичних засад інтегральної оцінки та врахування ризику при визначенні ефективності реального інвестування коштів у впровадження швидкісного залізничного руху пасажирських поїздів в Україні. Представлена робота дозволяє дослідити сукупність факторів, наслідків та видів ризиків, що можуть виникнути на мікро-, мезо- та макрорівнях, а також дає можливість розробити комплекс заходів щодо зниження рівня ризикованості реалізації інвестиційного проекту.

Поглиблено понятійно-категоріальний апарат теорії інвестицій та ризику: сформоване власне розуміння сутності “інвестиційного ризику”, розроблено власні класифікації інвестицій та інвестиційного ризику, які дають можливість чітко визначати місце кожного з вище згаданих елементів у їх ієрархічній структурі. Для оцінки ефективності впровадження швидкісного пасажирського залізничного руху з урахуванням ризику реалізації інвестиційного проекту запропоновано використання методу факторного аналізу ризику на основі експертних процедур з подальшим включенням премії за ризик у норму дисконтування.

Використання методу факторного аналізу ризику впровадження швидкісного пасажирського залізничного руху дало можливість здійснити інтегральну оцінку ризикованості реалізації проекту та розробити комплекс заходів щодо зниження її рівня на основі співставлення імовірності та рівня втрат від настання ризиків. На основі нового запропонованого теоретичного обґрунтування розрахунку норми дисконтування та урахування в ній ризику було здійснено оцінку комерційної ефективності впровадження швидкісного руху пасажирських поїздів за обраними сценаріями. Окрім комерційної ефективності у дисертаційній роботі удосконалено порядок розрахунку соціального ефекту від впровадження швидкісного пасажирського руху та приведені її розрахункові значення.

Ключові слова: економіка, інвестиції, реальне інвестування, ризик, інвестиційний ризик, норма дисконтування, премія за ризик, фактори ризику, наслідки ризику, комерційна ефективність, соціальна ефективність, швидкісний пасажирський залізничний рух.

АННОТАЦИЯ

Шерепа О.Н. „Теоретико-прикладные основы учета рисков при оценке эффективности реального инвестирования”. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.04 – экономика и управление предприятиями (железнодорожный транспорт). – Днепропетровский национальный университет железнодорожного транспорта имени академика В. Лазаряна, Днепропетровск, 2008.

Диссертация посвящена разработке теоретических, методических и практических основ интегральной оценки и учета риска при определении эффективности реального инвестирования средств во внедрение скоростного железнодорожного движения пассажирских поездов в Украине. Представленная работа позволяет исследовать совокупность факторов, последствий и видов риска, которые могут возникнуть на микро-, мезо- и макроуровнях, а также дает возможность разработать комплекс мер по снижению уровня рискованности реализации инвестиционного проекта.

Углублен понятийно-категориальный аппарат теории инвестиций и риска: сформировано собственное понимание сути «инвестиционного риска», разработаны собственные классификации инвестиций и инвестиционного риска, которые дают возможность четко определить место каждого из выше перечисленных элементов в их иерархической структуре. Для оценки эффективности внедрения скоростного пассажирского железнодорожного движения с учетом риска реализации инвестиционного проекта предложено использование метода факторного анализа риска на основе экспертных процедур с дальнейшим внесением премии за риск в норму дисконтирования.

В диссертационной работе предложен выбор метода влияния на риск в зависимости от его оценочного значения и уровня риска. Также в работе определены потенциальные источники финансирования способов уменьшения и устранения риска.

В работе предложен новый подход к формированию премии за риск в норме дисконтирования. Предлагается не учитывать оценочное значение рисков микроуровня, которые могут быть снижены или устранены с помощью эффективных превентивных мер. Также в случае, если предприятие является монополистом или работает в условиях жесткой олигополии, предлагается пересматривать часть рисков мезоуровня, которые могут быть управляемыми, и влиять на них с помощью мер риск-менеджмента. Однако, следует заметить, что меры риск-менеджмента требуют дополнительных затрат. Поэтому в случае применения инструментария риск-менеджмента, необходимо эти затраты учитывать в сумме текущих затрат инвестиционного проекта; если же риск устраняется путем отказа от запланированного изначально действия (избежание риска), то необходимо уменьшить запланированные доходы на сумму, которая потенциально теряется при отказе от совершения определенного действия по проекту.

Использование факторного анализа риска внедрения скоростного пассажирского железнодорожного движения дало возможность осуществить интегральную оценку рискованности реализации проекта и разработать комплекс мер для снижения ее значения на основе соотношения вероятности и уровня потерь от появления рисков. На основе нового предложенного теоретического обоснования к расчету нормы дисконтирования и учета в ней риска была осуществлена оценка коммерческой эффективности внедрения скоростного движения пассажирских поездов по выбранным сценариям. Кроме коммерческой эффективности в диссертационной работе усовершенствован порядок расчета социального эффекта от внедрения скоростного движения и приведено его расчетное значение. Совершенствованная формула расчета социального эффекта учитывает дополнительный множитель, который является разницей в часах пребывания пассажира в дороге при поездке обычным и скоростным поездами. Расчет социального эффекта показывает, что существует пропорциональная зависимость резкое сокращение времени пребывания пассажира в дороге приводит к значительному росту социального эффекта. Расчет коммерческой эффективности и социального эффекта от внедрения скоростного движения пассажирских поездов в Украине осуществлялся на примере участков железнодорожного пути Киев-Львов и Киев-Одесса.

Ключевые слова: экономика, реальное инвестирование, риск, инвестиционный риск, норма дисконтирования, премия за риск, факторы риска, последствия риска, коммерческая эффективность, социальная эффективность, скоростное пассажирское железнодорожное движение.

THE ANNOTATION

Sherepa O. N. „Theoretics-applied bases of the account of risks at an estimation of efficiency of real investment ”. - The manuscript.

The dissertation on competition of a scientific degree of Candidate of .Economical .Sciences on a speciality 08.00.04 - economy and management of the enterprises (railway transportation). - the Dnepropetrovsk national university of the railway transportation named after V. Lazarian, Dnepropetrovsk, 2008.

The dissertation is devoted to development of theoretical, methodical and practical bases of an integrated estimation and the account of risk at definition of efficiency of real investment of means in introduction of a high-speed railway traffic of passenger trains in Ukraine. The presented work allows to investigate set of factors, consequences and kinds of risk which can arise on mikro-, mezo-and macrolevels, and also enables to develop a complex of measures on decrease in a level of riskiness of realization of the investment project.

The device of the theory of investments and risk is profound conceptually: own understanding of an essence of “investment risk” is generated, own classifications of investments and investment risk which enable precisely are developed to define a place of each of above listed elements in their hierarchical structure. For an estimation of efficiency of introduction of a high-speed passenger railway traffic in view of risk of realization of the investment project use of a method of the factorial analysis of risk on the basis of expert procedures with the further entering the premium for risk into norm of discounting is offered.

Use of a method of the factorial analysis of risk of introduction of a high-speed passenger railway traffic has enabled to carry out an integrated estimation of riskiness of realization of the project and to develop a complex of measures for decrease in its value on the basis of a parity of probability and a level of losses from occurrence of risks. On the basis of the advanced design procedure of norm of discounting and the account in it of risk the estimation of a commercial effectiveness of introduction of high-speed movement of passenger trains under the chosen scripts has been carried out. Except for a commercial effectiveness in dissertational work the procedure of payments of social efficiency from introduction of high-speed movement is advanced and its settlement value is resulted. Calculation of commercial and social efficiency of introduction of high-speed movement of passenger trains in Ukraine was carried out on an example of sites of a railway way Kiev-Lviv and Kiev-Odessa.

Keywords: economy, real investment, risk, investment risk, norm of discounting, the premium for risk, risk factors, consequences of risk, a commercial effectiveness, social efficiency, a high-speed passenger railway traffic.

ШЕРЕПА ОКСАНА МИКОЛАЇВНА

ТЕОРЕТИКО-ПРИКЛАДНІ ОСНОВИ ВРАХУВАННЯ РИЗИКІВ ПРИ ОЦІНЦІ
ЕФЕКТИВНОСТІ РЕАЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ

АВТОРЕФЕРАТ

дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Надруковано згідно з оригіналом автора

Підписано до друку « 5 » травня 2008 р.
Формат 60х 84/16. Папір для множних апаратів. Ризограф.
Ум. друк. арк.. 0,8. Обл.-вид. арк.. 0,9.
Замовлення № 763. Тираж 120 прим.
Безкоштовно

Видавництво Дніпропетровського національного університету залізничного транспорту
імені академіка В. Лазаряна

Свідоцтво ДК № 1315 від 31.03.2003

Адреса видавництва та дільниці оперативної поліграфії:
49010, вул. акад. В. А. Лазаряна, 2, Дніпропетровськ, 10
www.diitrvv.dp.ua admin@diitrvv.dp.ua