

Міністерство освіти і науки України
Київський національний університет
імені Тараса Шевченка
Інститут конкурентного суспільства

**Теоретичні та прикладні
питання економіки**

Збірник наукових праць

Випуск 9

Київ – 2006

УДК 330.101

Висвітлюються теоретичні та прикладні питання розвитку сучасної економіки, зокрема реформування відносин власності, підприємництва, інвестиційно-інноваційної діяльності структурних зрушень, промислової політики, державного регулювання, корпоративного управління, підвищення якості продукції та конкурентоспроможності вітчизняного виробництва

Для наукових працівників, викладачів, аспірантів, студентів, практиків.

Редакційна колегія:

В.Д. Базилевич, д-р екон. наук; *А.А. Чухно*, д-р екон. наук; *А.В. Шегда*, д-р екон. наук (відп. ред.); *Д.М. Черваньов*, д-р екон. наук; *З.С. Варналій*, д-р екон. наук; *Л.І. Вороніна*, д-р екон. наук; *В.І. Грушко*, д-р екон. наук; *Є.О. Кузьмін*, д-р екон. наук; *І.О. Александров*, д-р екон. наук; *А.О. Задоя*, д-р екон. наук; *П.С. Єщенко*, д-р екон. наук; *В.А. Євтушевський*, д-р екон. наук; *В.О. Мандибура*, д-р екон. наук; *І.Й. Малий*, д-р екон. наук; *І.О. Лютий*, д-р екон. наук; *Ю.Є. Петруня*, д-р екон. наук; *Ю.І. Єхануров*, канд. екон. наук; *О.І. Черняк*, д-р екон. наук; *Т.М. Литвиненко*, канд. екон. наук; *Д.О. Бяюра*, канд. екон. наук (відп. секр.)

Теоретичні та прикладні питання економіки : Збірник наукових праць / За ред. Єханурова Ю.І., Шегди А.В. – К.: Видавничо-поліграфічний центр "Київський університет", 2006. – Вип. 9. – 425 с.

Адреса редакційної колегії: 03022, м. Київ, вул. Васильківська, 90-а, кім. 307, Київський національний університет імені Тараса Шевченка, економічний факультет, кафедра теоретичної та прикладної економіки, тел. 259 0147

© Київський національний університет імені Тараса Шевченка, 2006

Зміст

Єщенко П.С. Рушійні сили економічного розвитку в Україні.....	6
Варналій З.С. Тенденції та стратегічні пріоритети розвитку промислового виробництва України.....	13
Задоя А.О. Конкурентність національної економіки та іноземні інвестиції.....	19
Гончарова Н.П. Інвестиційне забезпечення інноваційного розвитку промисловості.....	25
Тарасевич В.М., Завгородня О.О. Механізми бюджетної підтримки інвестування чорної металургії України.....	33
Стадницький Ю.І. Обґрунтування вибору оптимального варіанта технології: нове бачення проблеми.....	40
Гаврилук О.В. Тіньова економіка і офшорний бізнес: нові детермінанти.....	47
Шаблиста Л. М. Структурні особливості джерел фінансування інвестицій в основні засоби промисловості.....	53
Акмаєв А.І., Белозерцев Р.В. Розроблення стратегій антикризового управління вуглеводобувними підприємствами.....	61
Александров І. А., Логачова О. В. Аналіз напрямків регулювання викидів парникових газів.....	70
Алексєєв І.В., Талатура І.М. Проблеми інвестування промислового виробництва в умовах монополізованих ринків.....	77
Ковальчук К.Ф., Сорокіна О.В. Метод оцінки інвестиційної привабливості інноваційних проектів з урахуванням галузевих особливостей.....	82
Кузьмін О.Є., Мукан О.В. Оцінювання ефективності системи корпоративного управління.....	89
Хацкевич Г.А., Мудрий А.К. Экономическая стратификация населения республики Беларусь: состояние и перспективы.....	96
Хобта В.М., Мешков А.В. Використання характеристик привабливості підприємства та ефективності проекту для обґрунтування інвестиційних рішень.....	110
Черніченко Г.О., Половян О.В., Балакай О.Б. Рейтингова оцінка інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання.....	118
Chernyak O., Nebukin V. Modeling credit interest rate of Ukrainian banks.....	126
Ігнатович Н.І. Постнеокласична парадигма: відмова від методологічної ортодоксії.....	137
Іщук С.О. Реінвестиційний механізм відтворення основного капіталу у промисловості.....	143
Герасимова С.В. Вплив приватизаційних процесів на формування та діяльність акціонерних товариств в Криму.....	150
Діденко О.А. Екологізація споживчого вибору в умовах глобалізації.....	159
Зянько В.В. Проблеми та пріоритети розвитку інноваційного підприємництва в Україні.....	167

Камінський А.Б., Шпирко В.В. Моделювання величини додаткового капіталу для покриття непередбачуваних збитків страхової компанії.....	174
Ковальчук С.С. Інноваційні процеси в сучасній міжнародній інвестиційній політиці України.....	183
Круш П.В. Механізм регулювання інвестиційних процесів: напрямки вдосконалення.....	190
Кузьменко Л.Г., Кузьменко С.В. Капітальні інвестиції та їх вплив на підвищення ефективності діяльності суб'єктів природних монополій у житлово-комунальному господарстві.....	197
Мазур І.І. Роль детінізації економіки в інвестиційних процесах.....	204
Максименко І.А. Розвиток інноваційності економічної діяльності в умовах становлення постіндустріального суспільства.....	213
Нахаба М.П. Стан та проблеми інноваційного розвитку промислових підприємств України.....	220
Отрошко О. В. До питання про спроможність комерційних банків створювати та знищувати гроші.....	229
Радченко В.В. Проблема переходу до інноваційної моделі розвитку та приватизаційний процес у промисловому виробництві України.....	235
Сизоненко В.О. Пріоритети формування інноваційно-інвестиційної моделі розвитку промислового виробництва.....	242
Ткаченко І.П. Фінансовий моніторинг як інформаційне забезпечення фінансового контролінгу підприємства.....	249
Філюк Г. М. Основні напрямки залучення інвестиційних ресурсів у галузі природних монополій в Україні.....	256
Шевченко В.Ю. Міжнародні фінансові ризики трансформаційних економік: інвестиційні та корпоративні аспекти.....	266
Шестопалов Г.Г. Стратегічні пріоритети інноваційного розвитку української економіки.....	276
Шинкевич Н.В. Человеческий фактор и обеспечение устойчивого развития предприятия.....	283
Бурлака В. Г., Шерстюк Р. В. Інновації в технологічному розвитку ПЕК України (на прикладі нафтопереробної промисловості).....	294
Батажок С.Г. Соціально-економічні гарантії активізації інвестицій в "людський капітал".....	300
Моніц Д.Д. Проблеми забезпечення конкурентоспроможності промислового розвитку України та її регіонів.....	308
Нікітіна Т.А. Сучасні форми концентрації капіталу.....	315
Капаруліна М.С. Стратегічно-орієнтовані концепції визначення ефективності діяльності підприємств.....	324
Атаманюк Ю.А. Депозитарні розписки як інструмент залучення капіталу на міжнародних фінансових ринках.....	329
Дубнюк Е. М. Вплив митної політики на стратегію інвестування в сучасних умовах.....	337

Запухляк І.Б. Теоретичні основи дослідження механізму енергозбереження.....	344
Какорін М.О. Міжнародні системи кредитної інформації та електронне кредитування підприємств.....	350
Козьменко К.В. Використання аутсорсингу бізнес-процесів в діяльності промислових компаній.....	356
Новіков А. В. Інвестиційна діяльність недержавних пенсійних фондів.....	363
Петруня В.Ю. Екологічний менеджмент в системі стратегічного управління підприємством.....	372
Придибайло О.М. Венчурне фінансування і необхідність його впровадження в Україні.....	379
Розинка О.О. Напрямки розбудови інфраструктури фондового ринку України.....	386
Столярець Г. М. Інструментарій моделей економічного зростання та його застосування.....	392
Фещенко В. П. Державне управління природоохоронною діяльністю у сфері паливно-енергетичного комплексу.....	403
Харламова Г.О. Економетричний аналіз впливу прямих іноземних інвестицій на економічне зростання України в умовах глобалізації.....	409
Яременко Л. М. Удосконалення механізму фінансування вищих навчальних закладів в ринкових умовах.....	418

Хобта В.М., д.е.н., професор
Мєшков А.В., к.е.н., доцент

ВИКОРИСТАННЯ ХАРАКТЕРИСТИК ПРИВАБЛИВОСТІ ПІДПРИЄМСТВА ТА ЕФЕКТИВНОСТІ ПРОЕКТУ ДЛЯ ОБҐРУНТУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РІШЕНЬ

Узгоджено процедури визначення рівня інвестиційної привабливості суб'єкта господарювання і оцінки ефективності реальних капіталовкладень у конкретні інвестиційні проекти. Встановлено можливості та наслідки використання окремих методів оцінки ефективності для обґрунтування інвестиційних рішень.

The procedures of determination of the level of the investment attraction of the subject of economic activities and the estimation of efficiency of the real capital investments in concrete investment projects are co-ordinated. The possibilities and consequences of the use of different methods of the estimation of efficiency for the substantiation of the investment decisions are fixed.

В умовах обмеженості фінансових ресурсів і наявності великої кількості проблем і недоліків у господарській діяльності підприємств особливо жорсткими стають вимоги до прийняття рішень про інвестування коштів. Даний аспект для власника капіталу в першу чергу пов'язаний з такими характеристиками як інвестиційна привабливість підприємства і ефективність інвестиційного проекту. Ці два важливі елементи у якості самостійних напрямків дослідження є достатньою мірою спрацьованими як в теорії, так і на практиці. Особливостями визначення рівня інвестиційної привабливості окремих суб'єктів господарювання займалися Александер Г., Аршинов А., Басюк Т., Бэйли Дж., Гладкова О., Дідик Л., Макаров В., Садеков А., Шарп У. Питання прогнозування економічних показників здійснення інвестиційних проектів приділяли увагу Брігхем Є., Бланк И., Ватаманюк З., Гитман Л., Джонк М., Кныш М., Козаченко А., Пересада А., Савчук В. В той же час інвестиційна привабливість підприємства і потенційна ефективність проекту повинні бути ув'язані при прийнятті інвестиційних рішень. Цей аспект на даний час недостатньо пророблений, що значно ускладнює прийняття інвестиційних рішень і створює потребу у формуванні відповідних інструментів.

Перелічені проблеми визначили основну мету статті: обґрунтування процедури визначення рівня інвестиційної привабливості суб'єкта господарювання і оцінки ефективності реальних капіталовкладень у конкретні інвестиційні проекти. Для цього було проаналізовано потенційні співвідношення ефективності інвестиційних проектів і інвестиційної привабливості підприємства, на якому здійснюється даний проект; запропоновано конкретні рекомендації щодо подальших дій інвестора в залежності від рівня даних характеристик; встановлено можливості та наслідки використання окремих методів оцінки ефективності для обґрунтування інвестиційних рішень.

Рівень інвестиційної привабливості підприємства, так і рівень ефективності конкретного проекту значною мірою залежать від сутності методів їх визначення. Наявна ситуація із низьким рівнем інвестиційної активності значною мірою підси-

лена негативним досвідом іноземних інвесторів, які у кінці минулого сторіччя були основними вкладниками коштів у багатьох проектах. Аналіз потенційної ефективності цих проектів було здійснено на основі методів економічного аналізу, що на протязі багатьох років успішно використовувались в західній економіці. Використання західних інструментів без відповідної адаптації до вітчизняних умов господарювання призвело до дуже суттєвих помилок у визначенні інвестиційної привабливості підприємств і рівня ефективності здійснення капіталовкладень, що призвело до прийняття багатьох проектів, що у майбутньому виявилися збитковими. В той же час можна стверджувати, що не було прийнято багато з тих проектів, що в особливих умовах господарювання в Україні в кінці двадцятого сторіччя могли бути реалізовані з отриманням задовольняючого інвестора рівня прибутку. У зв'язку з цим важливим є узгодження і приведення до відповідності сучасним економічним реаліям усіх елементів системи оцінки і підвищення інвестиційної привабливості підприємств і механізму визначення ефективності конкретних інвестиційних проектів. Це зумовило потребу в більш детальній розробці методів, пов'язаних із реалізацією конкретних інвестиційних проектів, поряд із розвитком теорії визначення і регулювання інвестиційної привабливості.

Інвестор, маючи за мету отримання максимального прибутку з мінімальним ризиком, зацікавлений вкладати власні кошти лише у інвестиційно привабливі підприємства. Але безпосередньо процес інвестування передбачає вкладання коштів у конкретний проект, що реалізується у межах певного підприємства. Інвестор є зацікавленим у високому рівні привабливості як підприємства, так і проекту, оскільки рівень інвестиційної привабливості підприємства говорить про перспективність умов інвестування, а ефективність інвестиційного проекту – про конкретний очікуваний ефект від нього, в першу чергу щорічний прибуток, строк окупності.

Можливими є різні співвідношення рівня цих параметрів, і, як наслідок, декілька можливих варіантів дій інвесторів (рис. 1). Найкращою для інвестора є ситуація, коли рівень інвестиційної привабливості та потенційна ефективність проекту визнаються такими, що задовольняють вкладника коштів (рис. 1, 1), і тоді він приймає рішення про здійснення інвестиції. За розробленою методикою оцінки інвестиційної привабливості це означає, що підприємство є у довгостроковій перспективі прибутковим, ліквідним, платоспроможним, фінансово стійким, із задовольняючим інвестора рівнем рентабельності та оборотності активів. В той же час, конкретне потенційне капіталовкладення повинно за інвестиційний період теж задовольнити вимоги вкладника коштів щодо обсягів очікуваного прибутку.

У випадку, коли інвестиційна привабливість підприємства та ефективність запропонованого проекту визнається низькою, потенційний вкладник коштів відмовляється від здійснення операції (рис. 1, 2). Це означає, що вкладника не задовольняє ні стан підприємства, ні потенційна доходність інвестиції. В такому разі наступним його кроком буде пошук іншого підприємства-реципієнта.

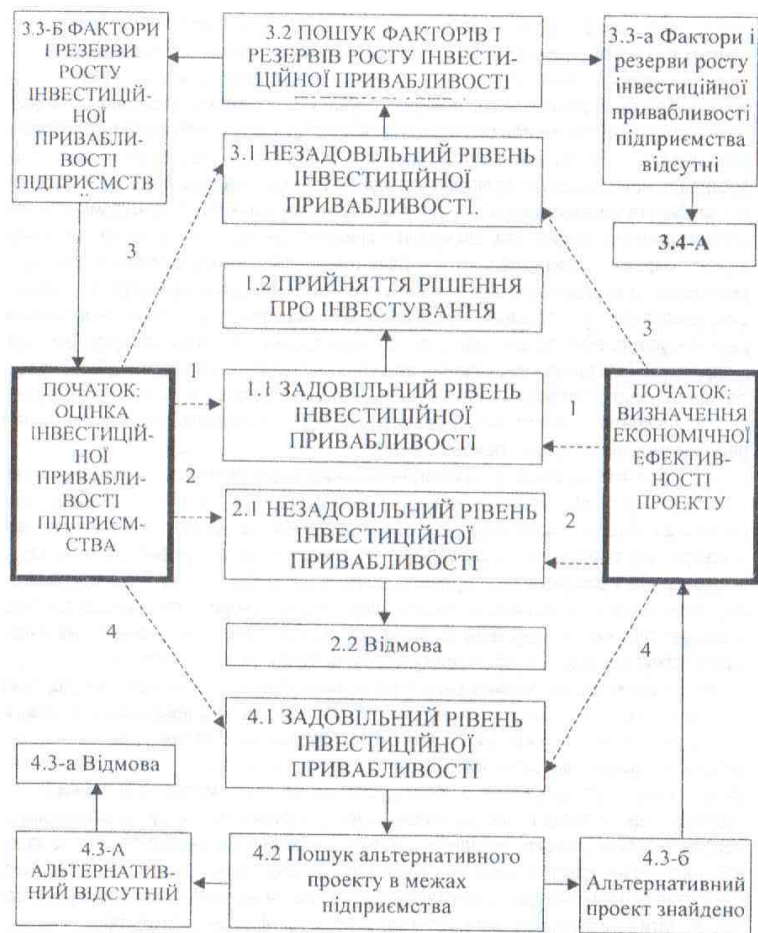


Рис. 1 Механізм прийняття рішення щодо здійснення інвестицій

Наявність задовільного рівня ефективності проекту поряд з низькою інвестиційною привабливістю підприємства (рис 1, 3), свідчить про високий рівень ризикованості вкладання коштів у цей суб'єкт господарювання. Але висока очікувана прибутковість конкретного проекту стимулює інвестора до пошуку факторів і резервів

росту інвестиційної привабливості підприємства. І, якщо за його розрахунками їх використання призведе до досягнення задовільного рівня привабливості, він спочатку вдається до заходів, що цьому сприятимуть, а потім здійснює інвестицію. У іншому випадку, коли розрахунки інвестора привели до негативних висновків щодо перспектив намагання покращення привабливості підприємства, він відмовляється від будь-яких вкладань коштів у цього реципієнта.

Також можливою є наявність високого рівня інвестиційної привабливості підприємства, водночас з низькою оцінкою очікуваної ефективності проекту (рис 1, 4). Такий проект не може бути прийнятим, але наявність сприятливих умов для здійснення вкладання коштів заохочує інвестора до пошуку альтернативних схем капіталовкладень у зазначене підприємство, тобто до аналізу інших проектів на базі даного підприємства. Вони можуть передбачувати як інші схеми інвестування, так і інші об'єкти інвестування.

Весь процес існування інвестиції зручно ув'язати із рухом грошових потоків, пов'язаних з його реалізацією. Життєвий цикл проекту передбачає етап здійснення первісних витрат, етап кругообігу поточних грошових потоків, етап витрат і доходів, отриманих під час ліквідації об'єкту (рис. 2).

На наш погляд, хоча й не найбільшими за обсягом, але найвідповідальнішими є витрати, пов'язані з розробкою проекту, оскільки вони призводять до ефективної реалізації проекту надалі. Наведена схема здійснення інвестиційного процесу повинна бути повністю пророблена ще на стадії розробки проекту. Це дозволить одразу виключити свідомо невігідні (збиткові) інвестиції та з певною імовірністю змодельовати розвиток проекту з моменту вкладання коштів до моменту закінчення строку його існування. Фактично інвестиція реалізується двічі: вперше на стадії розробки гіпотетично, вдруге безпосередньо під час вкладання коштів, здійснення виробничих процесів, кругообігу грошових і матеріальних потоків.

Задля детального аналізу інвестиційного проекту на стадії його розробки також необхідна відповідна методика. На даний час існує багато проблем і в оцінці економічної ефективності проекту. Вже достатньо відомі і широко використовуються в Україні нові методи оцінки економічної ефективності інвестицій, які забезпечують врахування фактора часу: метод чистої дисконтованої вартості, метод внутрішньої ренти, модифікованої внутрішньої ренти, тощо. Однак, якщо методика їх розрахунку пророблена достатньо повно, їй присвячено багато уваги у вітчизняній та іноземній літературі, то формування нормативів і інформаційних характеристик, що використовуються в розрахунках та впливають на ефективність проекту, викликає багато ускладнень.

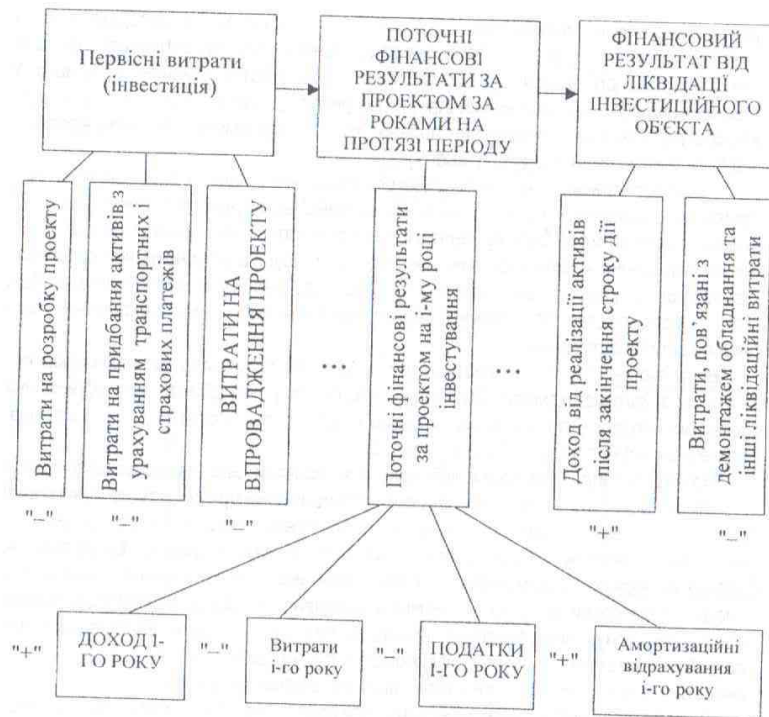


Рис. 2 Рух коштів під час реалізації інвестиційного проекту

З часів переходу до ринкової системи господарювання прийнято методи оцінки ефективності інвестиційних проектів поділяти на ті, що не враховують фактор часу [1] і ті, що враховують [2] (рис. 3). Перші є надто обмеженими і серед переліку особливих виняткових вад мають одну найважливішу негативну характерну рису при тому усьому класу – відсутність аналізу такого фактору, як зміна вартості грошей у часі. Також особливістю цих методів є усереднення величини параметрів, що аналізуються за різні періоди існування інвестиційного проекту; застосування значення першого року використання інвестиційного об'єкту як визначального для формування платіжних рядів всіх наступних років; ігнорування коливання показників в певні періоди існування інвестиції; відсутність врахування особливостей джерел фінансових ресурсів проекту. Частіше за все методи оцінки ефективності інвестиційного проекту, що не враховують фактор часу, можуть бути використані для порівняння декількох альтернативних капіталовкладень з різними параметрами,

що підлягають аналізу і рештою однаковими. В більшості випадків вони відповідають на питання, який з запропонованих проектів є більш ефективним, але не дозволяють зробити висновок про загальну ефективність проекту.

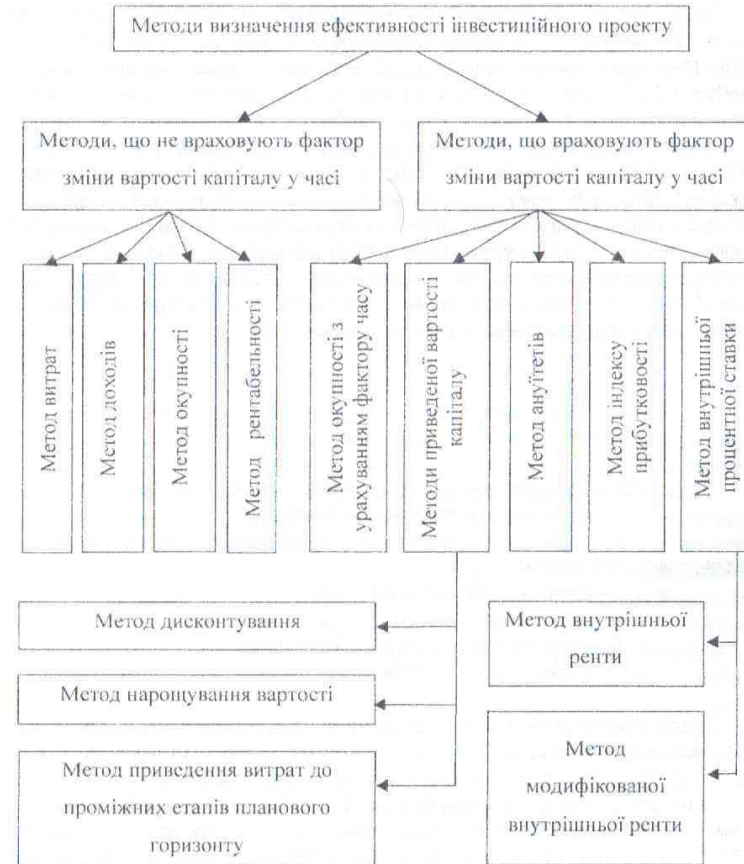


Рис. 3 Класифікація методів визначення ефективності інвестиційних проектів

Перелічені вади більшою мірою переборюються більш розвинутими методами, які враховують фактор зміни вартості грошових потоків у часі. Основною їх метою

є приведення усіх платежів, що здійснюються під час створення і функціонування інвестиційного проекту до сумірного виду. Ці методи дозволяють не тільки порівнювати різні інвестиції між собою, але й робити висновки про їх загальну ефективність. У той же час критерії у кожного методу свої.

Так, за методом приведеної вартості капіталу до початку планового горизонту (метод дисконтування), усі поточні грошові потоки, зводяться до нульової точки, тобто точки первісного інвестування. Додатне значення різниці приведених доходів і витрат (чиста дисконтована вартість) свідчить про ефективність даного проекту. Отже її рівень оцінюється позитивно, коли значення чистої дисконтованої вартості є більшим або дорівнює нулю. Іншим варіантом є приведення усіх платежів до останньої точки існування проекту, тобто до моменту його ліквідації (метод нарощування вартості). В цьому випадку критерієм визнання проекту ефективним є додатне значення нарощеної вартості (різниці між доходами і витратами, включаючи первісні витрати, приведені в кінець періоду інвестування). Значення цього показника оцінюється виходячи з максимізації кінцевої вартості капіталу. Враховуючи принципи двох попередніх методів, можна привести витрати у будь-яку точку, що знаходиться у середині планового періоду (формула 1).

$$ПВ_j = \sum_{n=0}^{j-1} (Д - В)_n \cdot (1+i)^{j-n} + \sum_{n=j}^k (Д - В)_n \cdot \frac{1}{(1+i)^{n-j}} \quad (1)$$

де $ПВ_j$ – приведена вартість інвестиційних потоків до j -го року,
 j – рік, до якого приводяться всі платежі,
 n – порядковий номер року здійснення інвестиції (на початку першого року здійснення інвестиції $n=0$),
 k – строк дії інвестиційного проекту,
 $Д_n$ – доходи, отримані за n -й рік роботи інвестиції,
 $В_n$ – витрати n -го року існування інвестиції,
 i – ставка (процент) дисконтування.

Запропонована формула, на нашу думку є більш повною, тому що включає в себе можливість розрахунку як чистої дисконтованої вартості, так і нарощеної вартості, тобто підходить для усіх методів приведення вартості капіталу.

Інший метод – метод ануїтетів базується на співставленні середньорічних доходів і витрат підприємства. Критерієм ефективності проекту за ним є наявність додатного значення середньорічного прибутку. Недоліком цього методу є незмінність щорічних прибутків і витрат, що свідчить про певну обмеженість його використання. З іншого боку, під час прогнозування інвестиції поточний щорічний прибуток дуже часто планується у фіксованому розмірі поза залежністю від року здійснення проекту. Розрахунок середньорічного прибутку можна виразити таким чином (формула 2):

$$П_{сер} = \left(РД + ЛВ \cdot \frac{i}{(1+i)^k - 1} \right) - \left(РВ + ПІВ \cdot \frac{i \cdot (1+i)^k}{(1+i)^k - 1} \right) \quad (2)$$

де $П_{сер}$ – середньорічний прибуток від інвестиції,
 $РД$ – річний доход від здійснення інвестиції,
 $РВ$ – річні витрати від здійснення інвестиції,
 $ЛВ$ – ліквідаційна вартість інвестиційного об'єкту,
 $ПІВ$ – первісні інвестиційні витрати,
 k – строк дії інвестиційного проекту,
 i – ставка (процент) дисконтування.

Методи внутрішньої процентної ставки (внутрішньої ренти) базуються на аналізі співвідношення між розрахованим процентом прибутковості за інвестицією (простою внутрішньою рентою або модифікованою) та ставкою дисконтування, яка розглядається як мінімальний прийнятний процент прибутковості з інвестиції. Якщо внутрішня рента інвестиційного проекту більша за ставку дисконтування, то проект вважається ефективним.

Дисконтований метод окупності дозволяє визначити строк, через який дисконтовані грошові потоки доходів зрівняються з дисконтованими грошовими потоками витрат. Фактично він має ту ж сутність, що й метод дисконтування, але замість чистої дисконтованої вартості кінцевим значенням він має строк окупності.

Індекс прибутковості визначається як відношення дисконтованої вартості чистих доходів та дисконтованої вартості інвестованого капіталу. Якщо індекс прибутковості є меншим 1, то проект оцінюється як збитковий, більше – ефективний.

Очевидно, що особливістю всіх розглянутих методів є застосування ставки дисконтування. Її використання є саме тим основним елементом, що дозволяє врахувати зміну вартості капіталу у часі. Водночас, слід відмітити, що механізм формування проценту дисконтування недостатньо пророблений науковцями. Це суттєво впливає на результативність використання усіх методів, що враховують фактор часу. Даному питанню буде присвячено увагу у майбутніх дослідженнях.

Комплексний підхід до аналізу факторів, що створюють умови для протікання інвестиційного процесу, дозволяє здійснити адекватну оцінку ефективності інвестиції і виділити найбільш привабливі проекти. Поєднання високої оцінки рівня ефективності конкретного капіталовкладення з високим ступенем інвестиційної привабливості підприємства дозволяє власнику коштів прийняти найбільш ефективне рішення для сучасних і перспективних умов господарювання.

Література

1. Хотомлянський А., Чоплинська В., Полукурова М. Оцінка ефективності інвестиційних проектів: совершенствование методики // Экономика Украины. – 1998. – № 6. – С. 83-85.
2. Ватаманюк З. Проблеми застосування динамічних методів оцінки інвестиційних проектів // Фінанси України. – 1998. – № 5. – С. 5-10.

Наукове видання

**ТЕОРЕТИЧНІ ТА ПРИКЛАДНІ
ПИТАННЯ ЕКОНОМІКИ**

Збірник наукових праць

Випуск 9

Українською, російською, англійською мовами

Статті подано в авторській редакції

Засновник – Київський національний університет імені Тараса Шевченка.
Свідоцтво Державного комітету інформаційної політики, телебачення та
радіомовлення України про державну реєстрацію КВ № 6852 від 09.01.03

Видавничо-поліграфічний центр "Київський університет"
01601, б-р Т.Шевченка, 14, кімн.43,
(38044) 239 3222; факс (38044) 234 3128;

Підписано до друку 04.04.06. Формат 60x84^{1/16}. Вид. № 167
Друк офсетний. Наклад 350. Ум. арк. 34,0. Зам. № 26-3298
Свідоцтво про державну реєстрацію ДК № 1103 від 31.10.02