

характеру для фінансової безпеки підприємств роздрібною торгівлі корпоративних мереж досить великий, однак, зважаючи на їх очевидність і відносну передбачуваність, існує реальна можливість їх уникнути. На відміну від негативних впливів об'єктивного характеру, серед яких можна виділити формажорні обставини, а також наближені до них обставини. Уникнення збитків від більшості таких обставин досить проблематичне, а інколи й неможливе. Це пов'язано із тим, що виникнення таких ситуацій та їх вплив на стан і діяльність підприємств роздрібною торгівлі корпоративних мереж не залежить від самого підприємства, а отже, не піддається його безпосередньому впливу.

Отже, невдале господарювання підприємств роздрібною торгівлі корпоративних мереж може призвести до загроз як мережі підприємства ритейлу, так і національної безпеки України. Тому у статті визначено чинники та джерела загроз, що впливають на фінансову безпеку підприємств роздрібною торгівлі корпоративних мереж. Проведені дослідження чинників і джерел загроз фінансовій безпеці підприємств роздрібною торгівлі корпоративних мереж дозволили удосконалити їх класифікацію з урахуванням специфіки діяльності досліджуваних підприємств.

## ЛІТЕРАТУРА

1. Донець Л. І. Економічна безпека підприємства : навч. посіб. / Л. І. Донець, Н. В. Ващенко. – К. : Центр учб. л-ри, 2008. – 240 с.
2. Економіка підприємства : підручник / [за заг. ред. проф. С. Ф. Покропивного]. – [2-ге вид., перероб. та допов.]. – К. : КНЕУ, 2001. – 528 с.
3. Основы экономической безопасности. (Государство, регион, предприятие, личность) / [под ред. Е. А. Олейникова]. – М. : ЗАО «Бизнес-школа «Интел-Синтез»», 1997. – 288 с.
4. Алексеев І. В. Стратегії розвитку підприємств і державне регулювання економіки : монографія / І. В. Алексеев. – К. : Вид-во УАДУ, 1998. – 204 с.
5. Ящук В. І. Методи оцінювання економічної безпеки підприємства ритейлу / В. І. Ящук // Вісник Львівської комерційної. – 2010. – Вип. 33. – С. 126–130. – (Серія економічна).
6. Ящук В. І. Методичні підходи до забезпечення економічної безпеки підприємства ритейлу / В. І. Ящук // Вісник Національного університету «Львівська політехніка». Проблеми економіки та управління. – 2010. – № 668. – С. 218–223.
7. Ящук В. І. Аналіз стану та перспективи розвитку ритейлу в Україні / В. І. Ящук // Науковий вісник НЛТУ України. – 2010. – Вип. 20.5. – С. 276–285.

УДК 330.322:658.152

## ЕВОЛЮЦІЯ МЕТОДІВ ОЦІНЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ РЕАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

**П. В. Кухта, кандидат економічних наук**

У сучасних умовах розвитку економіки України та гострого дефіциту на підприємствах вільних фінансових ресурсів, що можуть бути спрямовані на реальне інвестування, критичного значення набуло правильне обґрунтування доцільності реалізації інвестиційних проектів, що є найбільш відповідальним і складним етапом у процесі управління інвес-

тиційною діяльністю підприємств. Помилки у цій сфері виправити або хоча б компенсувати надзвичайно важко, практично неможливо. Від того, наскільки об'єктивно, всебічно та якісно проведено таке обґрунтування, залежать терміни повернення вкладеного капіталу та темпи економічного розвитку підприємства.

Серед наукових праць, присвячених дослідженню проблем розвитку методичного інструментарію оцінювання ефективності реальних інвестицій, варто насамперед відзначити праці В. В. Коссова, В. Н. Лівшиця, О. Г. Шахназарова, наприклад, [13], П. Л. Віленського, С. А. Смоляка [4], В. В. Шеремета, В. М. Павлюченко, В. Д. Шапіро, вітчизняного вченого В. В. Козика [9], а також відомих західних науковців С. Беренса, Ю. Блеха, М. Бромвича [1–3]. Низку положень щодо особливостей обґрунтування доцільності капіталовкладень в умовах вітчизняного ринкового середовища, визначення класифікаційних ознак, формування та узагальнення методів оцінювання ефективності інвестицій розкрито у працях [20, 21].

Недосконалість оцінки ефективності використання засобів на технічне переозброєння, недостатня теоретична та практична розробленість цієї проблеми в сучасних умовах на рівні підприємства, у свою чергу, зумовили необхідність перегляду не лише наукових концепцій, методичних і практичних рекомендацій щодо управління інвестиціями, а й розробки і впровадження нових, значно ефективніших та адекватних сучасним економічним реаліям підходів до оцінювання ефективності реальних інвестицій підприємств [25, с. 12].

Метою статті є розкриття досвіду формування, класифікації та призначення методів оцінювання ефективності реальних інвестицій, аналіз вітчизняної та зарубіжної практики застосування існуючих методик визначення ефективності інвестиційних проектів.

Економічні реформи кінця 50-х рр. ХХ ст. у колишньому СРСР обумовили теоретичні розроблення чотирьох основних концепцій, що зробили найвагомий внесок у формування інструментарію оцінювання ефективності господарських заходів. Ці концепції якісно висвітлено у працях Т. Хачатурова, В. Новожилова, Л. Ваага, А. Ноткіна [10, с. 38].

Розроблена під керівництвом академіка Т. С. Хачатурова типова «методика визначення ефективності капітальних вкладень» [11] була покладена в основу створення більшості вітчизняних методик, а також стала дієвим інструментом запобігання прийняттю еконо-

мічно не обґрунтованих рішень. Методика передбачала визначення ефективності капіталовкладень за всім інвестиційним циклом, а за основний вихідний показник було взято абсолютний економічний ефект, обумовлений зіставленням капіталовкладень і віддачею від них. На рівні підприємства за ефект брали приріст прибутку, на рівні народного господарства – приріст національного доходу. Методика передбачала можливість визначення й порівняльної ефективності, так званого мінімуму зведених витрат за варіантами. Проте зазначені критерії не завжди були достатніми для прийняття обґрунтованих інвестиційних рішень, оскільки максимум ефекту не відображає прогресивності проекту (масштабний проект, створюючи більший ефект, не порівнюється з малими, але за певними параметрами кращими проектами), а критерій мінімуму зведених витрат використовується лише за умови, що альтернативні варіанти вкладень мають порівнювані результати (критерій перевищення заданого нормативного коефіцієнта окупності капітальних вкладень ґрунтується на цьому ж принципі). Крім того, у цій методиці не було враховано проектних ризиків, соціальних і екологічних наслідків інвестицій, а також зіставлення реальних і номінальних вартісних оцінок. Не було вирішено питання аналізу грошових потоків, балансу готівки, звіту про фінансові результати тощо.

Згідно із концепцією Л. Ваага, рішення про те, що і як виробляти, приймають спільно підприємств та держава, а поняття абсолютної і порівняльної ефективності не вводиться. Обґрунтування доцільності програм розвитку виробництва здійснюється, виходячи з максимізації чистого прибутку. Ціна та повні витрати визначаються, як сума поточкових витрат і нормативного прибутку. Ця концепція тільки формально подібна до ринкових принципів прийняття рішень, а фактично вона передбачає дію адміністративного господарського механізму.

А. Ноткін обґрунтував як основне положення необхідність упровадження в економічну практику нормативних періодів окупності капітального будівництва. Надалі в низці праць

А. Ноткін розвиває теорію нагромадження, наприклад [15].

В основу концепції В. Новожилова покладено ідею про принципову невимірність і незіставність різних корисних результатів – соціальних, виробничих, політичних, економічних, воєнних тощо [16, с. 77–114; 17, с. 188–195]. Некономічні результати непорівнянні через різні одиниці виміру, а економічні – через поширення в народному господарстві завдяки розгалуженим господарським зв'язкам.

Новожилов переслідував мету – розробити більш досконалу соціалістичну форму народногосподарського розрахунку витрат і результатів, у якій би моделювались ринкові процеси. Модель ґрунтувалася на рівності цін попиту та пропозиції, що вирівнювали працю, потрібну за умов споживання та виробництва. Ці ідеї Новожилова були покладені в основу ціноутворення, однак в умовах монополізму виробника реальні ціни були далекими від оптимальних.

Незважаючи на це, модель Новожилова була основою для впровадження в 1977 р. у практику системи показників порівняльного народногосподарського ефекту новинок. Ці показники були введені паралельно діючій системі господарського розрахунку ефективності без зміни всієї системи економічних нормативів, ціноутворення і оподаткування. На початку 80-х рр. ХХ ст. послідовно та повно цю модель активно упроваджували у господарську практику, а потім неодноразово її доопрацьовували у проекті комплексної методики оцінювання економічної ефективності господарських заходів. Узагальненням цього підходу можна вважати розрахунок зведених витрат [5, с. 289]. Тривалий час цей показник був одним із основних критеріїв оцінки ефективності при прийнятті інвестиційних рішень. Він відіграв суттєву роль в умовах планової економіки, де оцінка прибутковості не мала пріоритетів. Ураховуючи нормативний показник ефективності впровадження нової техніки (0,15%), привабливими вважалися проекти з мінімальними разовими та поточними витратами. Середній нормативний період окупності встановлювався на рівні 6,6 років.

Ця система оцінки базувалася на визначенні варіантів інвестування з найменшими потребами у ресурсах. Вона непогано працювала в умовах централізованої економіки, коли власником був один суб'єкт – держава. У ринкових умовах мінімум витрат не може свідчити про наявність віддачі, тобто прибутку чи іншої вигоди.

Питанням оцінки ефективності інвестицій вітчизняні вчені й досі приділяють недостатньо уваги. Основна причина цього криється в тому, що стала переважати хибна думка, згідно з якою у промислово розвинутих країнах є бездоганні методики, їх досить використати в Україні – і всі проблеми одразу зникнуть. Насправді ж проблема оцінки ефективності інвестицій не була вичерпно розв'язана ні в країнах СНД, ні за кордоном. Причому одні питання краще розроблені зарубіжними вченими, а інші – вченими колишнього СРСР.

Завдання полягає в тому, щоб виявити краще в розробках вітчизняних і зарубіжних учених і на їх основі створити обґрунтовані методичні рекомендації щодо визначення ефективності інвестицій.

Зарубіжні методи, які використовують сучасні аналітики у процесі визначення доцільності інвестування, фахівцями поділяють на прості й ті, що засновані на дисконтуванні. Власне кажучи, всі вони порівнюють очікуваний чистий прибуток, тобто дохід без поточних витрат і податків, та інвестований капітал. Отримані результати дають можливість оцінити розглянутий проект з погляду відшкодування вкладень, одержання прибутку, а також прийнятних для інвестора термінів повернення капіталу [6–8, 12, 18].

Виділяють три основні прості методи:

- метод визначення коефіцієнта ефективності (ARR – Average Rate of Return) та рентабельності інвестицій (проста середньорічна норма прибутку, ROI);
- метод розрахунку терміну окупності інвестицій (PP – Payback Period);
- коефіцієнт покриття боргу (DCR – Debt Cover Ratio).

Ці методи застосовують переважно до інвестиційних проектів, що характеризуються стабільною величиною корисних результатів,

які щороку забезпечуються, і коротким періодом інвестування (наприклад, заміна технологічного устаткування досконалішим, автоматизація виробничого процесу). Усі інші облікові оцінки так чи інакше засновані на цих коефіцієнтах.

Коефіцієнт ефективності інвестицій розраховується як відношення середньої величини прибутковості підприємства до середньої величини інвестицій. При цьому прибуток береться до виплати відсоткових і податкових платежів – *EBIT (Earning Before Interest and Tax)* або найчастіше до відсоткових, але після податкових платежів [12]. Отримане значення *ARR* порівнюється з реальним для підприємства (чи стандартним) з рівнем рентабельності інвестицій – *ROI*. Якщо розрахунковий рівень показника перевищує заданий, то проект прийнятний. Метод надзвичайно простий і наочний, що є безсумнівною перевагою й обумовлює його широке застосування на практиці. Однак він має і низку недоліків, оскільки не враховує різновартості грошових коштів у часі, а також ігнорує відмінності у тривалості експлуатації активів, створених завдяки інвестуванню. Умовою застосування цього методу є однакові річні прибутки та незмінний склад оборотного капіталу протягом усіх років реалізації проекту, використання накопичених амортизаційних відрахувань для заміни вибулого устаткування, що не потребує додаткових вкладень.

Алгоритм розрахунку простого періоду окупності (PP) залежить від рівномірності розподілу прогнозованих грошових надходжень від проекту. Якщо вони розподілені за роками рівномірно, то період окупності розраховується, як відношення початкових інвестицій до величини річних грошових надходжень, обумовлених ними. Якщо надходження розподілені нерівномірно, то період окупності розраховується прямим підсумовуванням річних надходжень доти, доки результат не зрівняється з величиною здійснених інвестицій.

Недоліками методу є традиційне для облікових (простих) методів ігнорування розходжень цінності грошей у часі та неврахування сум грошових надходжень після окупності проекту. Зазначені недоліки зумовлюють ви-

користання методу PP переважно не для вибору найкращого проекту, а лише як обмеження при ухваленні рішення (тобто, якщо PP більше за деяке прийняте значення, то інвестиційний проект вилучається зі складу розглядуваних). Проте застосування цього методу як основного доцільне за умови потреби в забезпеченні не прибутковості, а ліквідності інвестицій і в разі високого їх ризику.

Американські фірми-виробники промислових роботів рекомендують розраховувати період окупності капіталовкладень і придбання допоміжного устаткування як відношення капіталовкладень у промислові роботи та допоміжне устаткування до різниці між річною економією витрат, яка забезпечується впровадженням промислових роботів і річними витратами на експлуатацію промислових роботів (без амортизації на реновацію) [19, с. 30–31].

Коефіцієнт рентабельності капіталовкладень у цьому разі визначається як величина, обернена періоду окупності. Чим менший період окупності й більший коефіцієнт рентабельності, тим, відповідно, вища ефективність капіталовкладень у промислові роботи. Інші прості методи, які ґрунтуються на цих показниках, істотно відрізняються як за кількістю статей доходів і витрат, що враховуються у розрахунках, так і за іншими факторами, тому суттєво відрізняються точність і обґрунтованість отриманих на їх основі результатів.

Узагальнюючи недоліки розглянутих облікових критеріїв, ще раз відзначимо, у процесі розрахунку зіставляються свідомо непорівнянні величини – теперішні інвестиції і сума прибутку в майбутньому. А коли за показник повернення вкладених коштів використовується лише прибуток, без амортизаційних відрахувань, це призводить до заниження коефіцієнта ефективності й відповідно завищує період окупності.

Більш точне оцінювання ефективності проекту дають методи, засновані на *дисконтуванні*. Л. Шал, Дж. Сандем і В. Джерсбік визначили, що 86 % американських фірм, які вони досліджували, використовували для оцінювання ефективності інвестицій методи, що ґрунтуються на дисконтуванні грошових потоків. Подібні результати отримали М. Блум,

І. Френд, Р. Вестерфільд [24, с. 368]. Аналогічні результати отримали також Т. Клеммер і М. Волкер під час дослідження проведеного серед найбільших американських фірм.

У теорії та практиці менеджменту інвестиційної діяльності оцінювання економічної ефективності інвестиційних проектів можна здійснювати за допомогою різних підходів і методів, заснованих на дисконтуванні. Цю проблематику досліджували, зокрема, В. П. Савчук, С. І. Прилипко, Е. Г. Величко [22, 23, с. 247–249]. Залежно від способу розрахунку дисконту та чистого грошового доходу, є дві основні розрахункові схеми обчислення показників ефективності: традиційна схема та схема власного капіталу. Аналіз економічної ефективності здійснюється за допомогою розрахунку системи показників, але всі вони мають одну важливу особливість: видатки та доходи, розподілені за часом, приводяться до базового моменту часу – дати початку реалізації проекту.

Систематизуємо основні методи економічного оцінювання інвестиційних проектів, що використовуються в сучасній практиці управління інвестиційною діяльністю, та відповідні особливості розрахунку ефективності реальних інвестицій згідно з традиційним підходом.

Метод розрахунку чистого приведенного до теперішньої вартості доходу від реалізації інвестиційного проекту (NPV) в інвестиційному менеджменті є одним із основних. Показник *NPV (Net Present Value)* – чистий приведений до теперішньої вартості (дисконтований) дохід (порівняно з альтернативними можливостями інвестування), або в дослівному перекладі – чиста теперішня вартість, дає змогу отримати абсолютну величину ефекту від реалізації проекту. Він становить різницю між сумою приведених до теперішньої вартості всіх грошових потоків доходів і сумою всіх дисконтованих грошових потоків витрат проекту за весь період його експлуатації, починаючи від дати початку інвестування. Дисконтування грошових потоків проекту за роками здійснюється за ставкою середньозваженої вартості капіталу (WACC) авансованого в проект.

Показник NPV відображає прогнозну оцінку зміни економічного потенціалу підприєм-

ства в разі прийняття проекту, що розглядається. Згідно з правилом NPV, до реалізації приймають лише ті проекти, що мають додатні значення NPV. Це означає, що у придатному до реалізації інвестиційному проекті віддача від капіталу має перевищувати вкладений капітал.

Чистий приведений до теперішньої вартості дохід різних проектів можна підсумовувати, ця важлива властивість виокремлює цей показник з-поміж інших і дає змогу використовувати його як основний при оптимізації реального інвестиційного портфеля.

Якщо під час аналізу конкретного проекту завдання експертів полягає в урахуванні ще й альтернативних можливостей інвестування вільних грошових засобів, коли вже здійснено початкові інвестиції, то в таких випадках рекомендується розраховувати показник чистого приведенного до теперішньої вартості доходу з урахуванням можливих ставок реінвестування капіталу. Цей показник становить дисконтовану різницю між сумою чистих грошових потоків згідно із запланованою реалізацією інвестиційного проекту (які беруться з урахуванням реінвестування вільних грошових засобів, генерованих проектом, що оцінюється) та обсягом проектних інвестицій, здійснених уже за альтернативним варіантом на передбачуваний період.

Такий підхід завжди дає змогу вибрати найкращий варіант інвестування за рівних вихідних умов поданих до розгляду проектів, проте від'ємне значення цього показника ще зовсім не свідчить про неефективність конкретного інвестиційного проекту, але показує, що є інші, більш вигідні, альтернативні можливості інвестування, це є підставою для порівняння з аналогічним показником, розрахованим для інших проектів.

Метод розрахунку внутрішньої норми дохідності інвестиційного проекту (*Internal Rate of Return, IRR*) має багато застережень під час його використання, які ми розглянемо згодом. Цей показник характеризує верхню межу допустимої вартості авансованого в проект капіталу, перевищення якої робить проект збитковим (розрахувати IRR – це означає знайти

таку дисконтну ставку, за якої NPV дорівнює нулю).

Для зручності інвесторів, звичайно, додатково розраховують *індекс дохідності (IL)* інвестиційного проекту, який показує, у скільки разів (у частках одиниці) додатково може зрости дохідність інвестиційної альтернативи (тобто зіставного за ризиком інвестиційного активу, що обертається на фондовому ринку, або, якщо не враховувати ризиків проекту, ринкової безризикової ставки відсотку), не перетворюючи цей проект у менш вигідний порівняно із вкладенням обмежених засобів у зазначену альтернативу (або рівновигідний проект).

Економічний зміст цього показника полягає в тому, що проект, навіть якщо він характеризується позитивним значенням NPV, не вважається надійно ефективним і на нього, можливо, не доцільно виділяти кошти, якщо в межах корисного терміну існування проекту ринкова безризикова ставка відсотків у найближчій перспективі суттєво зросте. В іншому випадку проект, що має позитивний NPV, оцінюється як надійно ефективний і можна залучати до його фінансування сторонніх інвесторів.

Однак в умовах управління проектом, орієнтованого на зростання ринкової вартості підприємства, алгоритм визначення ІЛ доповнюється порівнянням цього показника зі стандартним відхиленням дохідності, зіставної за ризиком у найближчому минулому інвестиційної альтернативи (або безризикової ставки відсотка), тобто визначається запас міцності (стабільність дохідності) розглядуваного проекту на тривалу перспективу.

Показник IRR має окремі недоліки, внаслідок яких його використання для оцінювання ефективності проектів може призвести до прийняття неправильного рішення. IRR зовсім не придатний для аналізу неординарних інвестиційних потоків (тобто коли відплив і приплив капіталу чергуються), він не дає можливості розрізнити ситуації, коли пріоритетність проектів змінюється залежно від ставки дисконтування, та не дає змоги використовувати різні ставки дисконтування до різних періодів реалізації проекту.

Різновидом показника IRR є *модифікована внутрішня норма дохідності інвестиційного проекту (MIRR)*. Модифікована внутрішня норма дохідності – це ставка дохідності, за якою кінцева вартість чистих грошових потоків проекту дорівнює теперішній вартості інвестиційних витрат. Показник MIRR ефективно замінює дуже поширений показник IRR, усуваючи більшість його недоліків і зберігаючи його переваги над показником NPV.

MIRR має лише одну проблему, пов'язану з питанням, куди відносити від'ємні грошові потоки, що з'явилися після деяких додатних потоків. Ці нові від'ємні потоки нестандартних проектів можна відносити на збільшення витрат (тобто характеризувати їх як інвестиційні витрати), або зменшення вигод проекту. Проектні експертизи останніх років, що здійснюють провідні фінансові організації Заходу, використовують MIRR, не регламентуючи при цьому способи віднесення нових від'ємних потоків для нестандартних проектів, залишаючи це на розсуд експерта.

MIRR припускає, що грошові потоки від усіх проектів реінвестуються за ставкою, що дорівнює вартості капіталу, тоді як під час застосування методу IRR ставка реінвестування дорівнює IRR. Оскільки припущення, що реінвестування має здійснюватись під WACC, більш правильне, MIRR є кращим індикатором дійсної прибутковості проекту. MIRR також допомагає розв'язати проблему мультиплікації IRR.

Метод визначення дисконтованого періоду окупності інвестиційного проекту (*Discounted Payback Period Method, DPP*) передбачає розрахунок тривалості періоду від початку реалізації проекту, протягом якого відбувається повне відшкодування інвестиційних коштів (віддача на капітал досягає суми дисконтованих інвестицій). Головний недолік цього показника полягає в тому, що він не враховує всього періоду функціонування інвестицій і, як наслідок, на нього не впливає та віддача, що одержується за межами DPP. Тому, на нашу думку, цей показник не може слугувати критерієм вибору, а може використовуватись лише у вигляді обмежень під час прийняття інвестиційних рішень. Важливо, щоб дисконтований

період окупності інвестиційного проекту був менший від горизонту часу надійного прогнозування ринків збуту та закупівель за проектом, а також прогнозування найважливіших для ефективної реалізації проекту факторів ризику.

Метод розрахунку індексу рентабельності інвестицій (*Profitability Index – PI*) є, по суті, продовженням методу визначення NPV проекту, оскільки являє собою відношення віддачі вкладеного капіталу до теперішньої вартості інвестицій у проект (за правилом PI приймають інвестиційні проекти, що мають  $PI > 1$ ).

Отже, на відміну від чистого приведеного до теперішньої вартості доходу від реалізації проекту, індекс рентабельності є відносним показником. Тому він дуже зручний при виборі одного проекту з кількох альтернативних, що мають приблизно однакові значення NPV, або під час формування портфеля інвестицій з максимальним сумарним значенням NPV в умовах обмеженості фінансових ресурсів.

Розкриємо характерні особливості розрахунку показників економічної ефективності реальних інвестиційних проектів за схемою власного капіталу.

По-перше, при обчисленні NPV проекту за базовий обсяг оцінюваних інвестицій приймаємо власні вкладення підприємства, а за показник дисконту – вартість власного капіталу проекту.

По-друге, при розрахунку чистого грошового потоку враховуються відсоткові платежі та погашення основної частини кредитної інвестиції.

По-третє, на відміну від традиційного підходу, згідно зі схемою власного капіталу, у процесі прийняття рішень на основі IRR-методу отримане значення внутрішньої норми дохідності проекту порівнюється вже з вартістю власного капіталу.

Таким чином, відповідно до розглянутої вище схеми оцінюється ефективність використання власного капіталу підприємства. Усі кредитні елементи інвестиційної схеми вилучаються з розрахунків.

Розрахунки індексу рентабельності та періоду окупності власного капіталу інвестиційного проекту здійснюються за аналогією

до традиційного підходу, але з урахуванням зазначених вище особливостей схеми власного капіталу.

Порівняно з традиційним підходом розрахунок ефективності реальних інвестицій за схемою власного капіталу має такі переваги:

1. Наявність великої кількості позитивних чистих грошових потоків за цією схемою підвищує впевненість інвестора-кредитора в тому, що він поверне свої гроші та отримає відсотки, навіть якщо підприємство не здійснить усі свої плани відповідно до обсягів реалізації та валових витрат.

2. Якщо інвестор-кредитор може надати відстрочку сплати основної частини боргу (тобто графік обслуговування боргу характеризується суттєво неоднаковими річними виплатами), то в межах схеми власного капіталу це відповідно відобразиться на результатах оцінювання ефективності інвестиційного проекту (традиційна схема може не відчувати цієї особливості).

Таким чином, особлива привабливість схеми власного капіталу полягає в тому, що вона повністю відображає прогнозовані факти неплатоспроможності стосовно конкретного проекту, як щодо виплати відсотків за отримані позики (що набуває особливої актуальності в перші роки реалізації проекту), так і щодо погашення основної частини боргу. Ця гнучка та ілюстративна схема дає змогу відстежити такі моменти і проаналізувати, яким чином відобразиться на можливості погашення боргу та загальній ефективності проекту відстрочення виплат. Традиційна схема, навпаки, приховує такі моменти (що, зокрема, може бути також привабливим для отримувача кредиту).

Проведений аналіз показав, що у зарубіжних методиках не враховується вартісна оцінка супутніх соціальних, економічних і екологічних результатів, які можуть виявитися значущішими, ніж основні економічні. Так, не виключено, що негативні екологічні та соціальні наслідки аварії на Чорнобильській АЕС у вартісному вираженні перевищили сумарний економічний ефект функціонування не тільки цієї станції, але й усіх АЕС колишнього СРСР. Слід урахувувати, що прибуток не є всеохоплюючим критерієм ефекту, хоча багато

хто з вітчизняних економістів нині схильний до перебільшення його ролі. Зарубіжні методики не дають достатньо ґрунтовних рекомендацій щодо врахування витрат, пов'язаних із виведенням з експлуатації дієздатного устаткування через упровадження нового. У них відсутній науково обґрунтований підхід до вибору розрахункового періоду, а також розмежування понять і показників ефекту й ефективності інвестицій.

Якщо у вітчизняних методиках основну увагу було приділено оцінюванню національногосподарського економічного ефекту, то в зарубіжних, навпаки, все зведено до розрахунку госпрозрахункового економічного ефекту. І те, й інше – погано. Поряд із госпрозрахунковим ефектом у багатьох випадках необхідно розраховувати й національногосподарський. Насамперед це необхідно для обґрунтування заходів державного регулювання. Причому, якщо за основний показник госпрозрахункового ефекту можна прийняти приріст чистого прибутку, то народногосподарський ефект доцільніше виражати приростом чистої продукції (прибутку та заробітної плати).

Національногосподарський підхід забезпечує вибір варіанта капіталовкладень, що є ефективнішим з погляду суспільних інтересів, оскільки повинно бути суттєво більшим зростання доходів населення, народногосподарського попиту з усіма позитивними результатами цього. Госпрозрахунковий підхід означатиме безумовний вибір як ефективнішого варіанта реалізації такого проекту, що може суперечити і навіть завдати шкоди інтересам суспільства.

Викладене дає змогу зробити висновок, що ні в Україні, ні за рубежом не існує абсолютно бездоганних методів оцінювання ефективності інвестицій. У процесі розробки в Україні методичних рекомендацій щодо оцінювання ефективності інвестицій необхідно ґрунтуватися на кращих вітчизняних і зарубіжних розробках. Серед методів першої групи доцільно використати підхід, який ґрунтується на показнику зведених (економічних) витрат з урахуванням вартісної оцінки супутніх результатів, оскільки в зарубіжних методах супутні корисні результати враховуються недостат-

ньо. Такі результати інвестиційних проектів мають відбиватися і в методах другої групи. Оцінювання ефективності інвестицій державного сектора повинно враховувати не тільки госпрозрахункові, але й національногосподарські інтереси.

## ЛІТЕРАТУРА

1. Беренс С. В. Руководство по оценке эффективности инвестиций : [пер. с англ.] / С. В. Беренс, П. М. Хавран. – [Перераб. доп. изд.]. – М. : Интер-экспорт ; ИНФРА-М, 1995. – 528 с.
2. Блех Ю. Инвестиционные расчеты. Модели и методы оценки инвестиционных проектов / Ю. Блех, У. Гетце. – Калининград : Янтарный сказ, 1999. – 412 с.
3. Бромвич М. Анализ экономической эффективности капиталовложений : [пер. с англ.] / М Бромвич. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 432 с.
4. Виленский П. Л. Оценка эффективности инвестиционных проектов: теория и практика : учеб. пособие / П. Л. Виленский, В. Н. Лившиц, С. А. Смоляк. – [2-е изд., перераб. и допол.]. – М. : Дело, 2002. – 888 с.
5. Економіка підприємства : навч. посіб. / [А. В. Шегда, Т. М. Литвиненко, М. П. Нахаба та ін.] ; за ред. А. В. Шегди. – [2-ге вид., стер.]. – К. : Знання-Прес, 2002. – 335 с.
6. Идрисов А. Б. Стратегическое планирование и анализ эффективности инвестиций / А. Б. Идрисов. – М. : ФИЛИНЪ, 1997. – 290 с.
7. Инвестиционное проектирование / [под ред. С. И. Шумилина]. – М. : [б. и.], 1995. – 159 с.
8. Ковалев В. В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности / В. В. Ковалев. – [2-е изд., перераб. и доп.]. – М. : Финансы и статистика, 1999. – 512 с.
9. Козик В. В. Оцінка ефективності інвестиційних проектів / В. В. Козик, В. А. Федоровський // *Фінанси України*. – 2001. – № 4. – С. 59–70.
10. Лудченко Я. О. Оцінка економічної ефективності інвестиційних проектів : навч. посіб. / Я. О. Лудченко. – К. : Ельга ; Ніка-центр, 2004. – 208 с.
11. Методика определения эффективности капитальных вложений / [под ред. Т. С. Хачатурова]. – М. : Экономика, 1990. – 258 с.
12. Методика экономических исследований : учеб. пособие / [под ред. Ф. В. Зиновьева]. – Симферополь : Таврия, 1999. – 168 с.



13. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов (Третья редакция, исправленная и дополненная) [Электронный ресурс] / рук. авт. кол. : Коссов В. В., Лившиц В. Н., Шахназаров А. Г. 2008. – 260 с. – Режим доступа : <http://www.ocenchik.ru/method/investments/1240>. – Название с экрана.
14. Міждисциплінарний словник з менеджменту : навч. посіб. / [Д. М. Черваньов, О. І. Жилінська, М. В. Петровський та ін.]; за ред. Д. М. Черваньова, О. І. Жилінської. – К. : Нічлава, 2011. – 624 с.
15. Ноткин А. И. Вопросы эффективности и интенсификации общественного производства / А. И. Ноткин ; отв. ред. Г. М. Сорокин, АН СССР, Ин-т экономики. – М. : Наука, 1986. – 301 с.
16. Новожилов В. В. Проблемы измерения затрат и результаты при оптимальном планировании / В. В. Новожилов. – М. : Наука, 1972. – 434 с.
17. Новожилов В. В. У истоков подлинной науки / В. В. Новожилов. – М. : Наука, 1995. – 234 с.
18. Недов П. П. Экономический анализ капитальных инвестиций / П. П. Недов, А. В. Желнин. – Х. : Плеяда, 1998. – 255 с.
19. Орлов П. Оцінка ефективності інвестицій / П. Орлов // Економіка України. – 1997. – № 9. – С. 30–36.
20. Підхотомний О. В. Концептуальні засади підвищення ефективності інвестиційних рішень суб'єктів фінансового ринку / О. В. Підхотомний // Фінанси України. – 2001. – № 9. – С. 123–130.
21. Растяпін А. В. Методика оцінки економічної ефективності інвестиційних проектів / А. В. Растяпін // Фінанси України. – 2001. – № 2. – С. 111–118.
22. Савчук В. П. Оценка эффективности инвестиций в странах с переходной экономикой [Электронный ресурс] / В. П. Савчук // Корпоративний менеджмент. Теорія і практика фінансового аналізу, інвестиції, менеджмент, фінанси і др. – Режим доступа : [http://www.cfin.ru/finanalysis/invest/invest\\_emerging.shtml](http://www.cfin.ru/finanalysis/invest/invest_emerging.shtml). – Название с экрана.
23. Савчук В. П. Анализ и разработка инвестиционных проектов / В. П. Савчук, С. И. Прилипко, Е. Г. Величко. – К. : Абсолют В ; Эльга, 2000. – 304 с.
24. Управління зовнішньоекономічною діяльністю : навч. посіб. / [під заг. ред. А. І. Кредісова]. – К. : [б. в.], 1997. – 448 с.
25. Черваньов Д. М. Менеджмент інвестиційної діяльності підприємств : навч. посіб. / Д. М. Черваньов. – К. : Знання-Прес, 2003. – 622 с.
26. Черваньов Д. М. Система інноваційного менеджменту: теорія і практика : підручник / Д. М. Черваньов. – К. : ВПЦХ «Київський університет», 2012. – 1391 с.

УДК 657.1.011.56

## ПРОБЛЕМИ ОБЛІКУ КРУГООБІГУ ТОРГОВЕЛЬНОГО КАПІТАЛУ В ІНДУСТРІЇ ТУРИЗМУ

С. М. Деньга, кандидат економічних наук

В усьому світі найбільш прибутковою сферою економічної діяльності є туризм. Стрімкий розвиток туризму посприяв виникненню поняття «індустрія туризму», яке слід розуміти як міжгалузевий господарський комплекс, який спеціалізується на створенні туристичного продукту, здатного задовольняти специфічні потреби населення в проведенні

дозвілля в подорожі за рахунок виробництва та реалізації товарів і послуг туристичного призначення. До туристичної індустрії відносять систему виробничих, транспортних, торговельних, сервісних підприємств і засобів розміщення, призначену для задоволення попиту на туристичні товари й послуги, підготовки кадрів та процес виробництва, реалі-