

11

Київський університет імені Тараса Шевченка
Інститут міжнародних відносин

на правах рукопису

ПОТАПОВ Ігор Юрійович

СВІТОВИЙ ДОСВІД ОЦІНКИ ЕФЕКТИВНОСТІ КАПІТАЛЬНИХ ВКЛАДЕНЬ ТА
ЙОГО ВИКОРИСТАННЯ В УКРАЇНІ.

Спеціальність - 08.05.00 - світове господарство і міжнародні
економічні відносини

АВТОРЕФЕРАТ
дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Київ - 1997

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана в Інституті міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка на кафедрі управління зовнішньоекономічною діяльністю.

- Науковий керівник - доктор економічних наук,
професор Кредісов А.І.
- Офіційні опоненти - доктор економічних наук,
професор Федосов В.М.;
кандидат економічних наук,
Черних І.В.
- Провідна організація - Інститут світової економіки
і міжнародних відносин НАН
України.

Захист відбудеться 2 липня о 14 годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д.26.001.02. в Інституті міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка за адресою: 254119, Київ, вул. Мельникова, 36/1, зал засідань вченої ради.

З дисертацією можна ознайомитися у науковій бібліотеці Київського університету імені Тараса Шевченка за адресою: 252017, Київ, вул. Володимирська, 58.

Автореферат розісланий

"31" липня 1997 року.

Вчений секретар
спеціалізованої вченої ради,
кандидат економічних наук

Мазур

Мазуренко В.П.

ЛННБ України ім.В.Стефаніка



00751141 (J)

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Протягом останніх десятиріч в світі сталися кардинальні зміни у сфері зовнішньоекономічної діяльності. Це пов'язано насамперед із тим, що великі транснаціональні компанії значно активізували інвестиційну, торговельну та виробничу діяльність на зарубіжних ринках. Водночас, з метою підвищення конкурентоздатності, національні компанії все частіше змушені прискорювати процес інтернаціоналізації своєї діяльності і виходити з власною продукцією на зарубіжні ринки. Крім того, структурні перетворення в економіці багатьох країн призвели до значних змін у відношенні урядів та населення до діяльності іноземних компаній на внутрішніх ринках цих країн.

Одночасно, зміни в політичному та економічному житті України та інших країн Східної Європи, призвели до необхідності по іншому подивитися на участь нашої країни в міжнародній системі розподілу праці. Активізувалася діяльність України щодо вступу до СОТ та СЕФТА. Підписані і продовжують обговорюватися угоди з питань торговельного співробітництва, сприяння та взаємного захисту інвестицій, усунення подвійного оподаткування, тощо. Здійснюються інші кроки щодо залучення України в міжнародну систему виробництва та розподілу праці. Перехідний період включення України до світової системи торгівлі вимагає реструктурування економіки та здійснення суттєвих змін в сфері регулювання зовнішньоекономічної діяльності. Крім того, українські підприємства мають переглянути існуючу на сьогоднішній день виробничу політику з метою її узгодження з загальноприйнятими світовими тенденціями. Для того, щоб зайняти відповідне їм місце на міжнародних товарних ринках. З метою

підвищення конкурентоздатності своєї продукції підприємства мають здійснити реконструкцію своїх виробничих потужностей. Це означає необхідність здійснення значних інвестицій у виробничу сферу України, що, в свою чергу, вимагає розробки теорії, яка б надавала можливість якомога ефективніше застосовувати капітальні вкладення та наявні в Україні сировинні, людські та фінансові ресурси. З цією метою має бути розроблена така система оцінки ефективності капіталовкладень, яка б враховувала принципи ринкової економіки, до якої просувається Україна та створила можливість для якомога ефективного використання наявних ресурсів.

Актуальність теми.

Процес реформування економіки України показав, що існуюча нині структура виробництва не зможе створити умов, за яких наша країна змогла б на належному рівні ввійти в міжнародну систему розподілу праці. Для створення можливостей щодо інтеграції України в світову економіку, необхідно серйозно модернізувати існуючу нині фінансову та виробничу інфраструктуру, що вимагає залучення величезних капіталовкладень, які, на сьогоднішній день, відсутні в країні. Крім того, підприємства не мають достатніх критеріїв для оцінки напрямків використання кредитних та інвестиційних коштів.

Для зменшення ризику неправильного вибору об'єкта інвестування, необхідно створити універсальний інструментарій оцінки ефективності капіталовкладень, який враховував би не тільки світовий досвід, а й специфічні риси, пов'язані з інвестуванням в Україні в перехідний період від командно-адміністративної до ринкової економіки. Його наявність дасть можливість Україні успішно інтегруватися в

світову систему розподілу праці, найефективніше використувати наявні у неї конкурентні переваги та ресурси.

Сучасний стан розробки.

Незважаючи на великий обсяг наукових досліджень, проведених радянською економічною школою, зокрема академіками Т.С.Хачатуровим, Л.В.Канторовичем, докторами економічних наук Р.М.Меркінін, В.П.Красовським, Л.О.Ваагом, С.М.Захаровим, О.Л.Лур"є, В.С.Вайнштейном, можливість використання результатів цих досліджень в сучасній практиці досить обмежена. Одночасно, результати деяких досліджень, насамперед по системі оптимізації капіталовкладень та моделюванню їх поведінки, які були розроблені Л.В.Канторовичем, Л.О.Ваагом, О.Л.Лур"є, можуть з успіхом бути використані і сьогодні.

Протягом останніх років до питання оцінки ефективності капіталовкладень зверталися такі українські вчені як А.М.Белічко, В.С.Будкін, В.В. Квас, Л.Л.Кістерський, Є.Г.Панченко, О.І.Рогач, В.Р.Сіденко, О.І.Шнірков, В.Ф.Шудра, В.М.Федосов, А.С.Філіпенко та інші автори.

Одночасно з цим найбільший внесок в економічну теорію оцінки ефективності капіталовкладень були здійснені американськими та англійськими науковцями А.Велінгтоном, Д.Діном, С.Майерсом, С.Росом, М.Міллером, Ф.Моділь"яні, Ч.Нельсоном, Н.Зайтсем, Ф.Вілксом, М.Вайнгартнером та інш.

Об"єкт та предмет дисертаційного дослідження.

Об"єктом даного дослідження виступає Україна, іноземні інвестори, що здійснюють капіталовкладення в економіку України та українські підприємства, які здійснюють проекти, що вимагають залучення коштів з світових фінансових ринків, а також українські та іноземні підприємства, що здійснюють спільні інвестиційні проекти.

Предметом дослідження виступає методологія оцінки ефективності капіталовкладень, розроблена представниками американської, англійської та радянської економічної школи та можливість застосування цієї методології в практиці іноземних інвесторів, котрі здійснюють капітальні вкладення в економіку України та українських підприємств, які здійснюють проекти, що вимагають залучення коштів з світових фінансових ринків, а також іноземних та українських підприємств, що здійснюють спільні інвестиційні проекти.

Мета і основні завдання дисертаційного дослідження.

Метою роботи є системне дослідження сутності та елементів механізму оцінки ефективності капіталовкладень, можливість застосування цього механізму українськими підприємствами, які здійснюють проекти, що вимагають залучення значних обсягів коштів на світових фінансових ринках, іноземними інвесторами, які здійснюють капіталовкладення в економіку України, іноземними та українськими підприємствами, що здійснюють спільні інвестиційні проекти, а також фінансовими інституціями при оцінці доцільності портфельного інвестування та кредитування.

Для досягнення цієї мети в дисертаційному дослідженні ставились наступні задачі:

- проаналізувати методи оцінки ефективності капіталовкладень, які застосовувалися в колишньому СРСР та причин, які обмежують їх застосування в сьогodнішній економічній практиці;
- дослідити еволюцію методів оцінки ефективності капіталовкладень, розроблених представниками американської та англійської економічної школи;

- визначити методи, які дозволяють оцінити вплив умов непевності на ефективність інвестицій;
- вивчити вплив валютного регулювання, інфляції, системи оподаткування (в тому числі міжнародного) та амортизації на ефективність капіталовкладень.

Методологія та методи дослідження.

Дослідження базується на діалектичному методі пізнання, який дає можливість вивчити економічні явища в розвитку і взаємозв'язку. Використаний метод теоретико-емпіричного дослідження, що включає аналіз, історико-логічну аргументацію, порівняння, узагальнення, системний аналіз. Методологічною і теоретичною основою дисертаційного дослідження є праці класиків світової економічної науки, досягнення сучасної зарубіжної та вітчизняної економічної думки.

Статистичну та фактологічну основу дослідження становлять дані та нормативні документи Міністерства зовнішніх економічних зв'язків та торгівлі України, Міністерства статистики України, Міністерства економіки України, Міжнародного валютного фонду, Світового Банку, Європейського банку реконструкції та розвитку, ЮНІДО та деяких інших національних та міжнародних установ та організацій.

Велике значення для автора мала зарубіжна монографічна література та періодичні видання. Частина фактологічного матеріалу була зібрана під час роботи автора у Вортонській школі бізнесу при Пеннсильванському Університеті (США). Автором також було здійснено глибокий аналіз низки міжнародних угод колишнього СРСР (в частині, які продовжують діяти для України) та України з питань усунення подвійного оподаткування.

Наукова новизна та достовірність результатів дослідження.

У процесі роботи були обгрунтовані та сформульовані теоретичні положення та висновки, які характеризують наукову новизну роботи, зокрема:

- на основі аналізу світового досвіду оцінки ефективності капітальних вкладень було обгрунтовано доцільність використання в умовах України сучасних підходів до оцінки ефективності інвестицій та розроблені пропозиції щодо їх практичного застосування;
- показано вплив валютної політики, що здійснюється в Україні, на вартість капіталу для інвестиційних проєктів. Доведено, зокрема, що неефективна політика в галузі ліцензування валютних кредитів, доступу іноземних банків до діяльності на території України, правил випуску цінних паперів українських емітентів на зовнішніх ринках призводить до обмеження пропозиції фінансових ресурсів на українському ринку, і, як наслідок, призводить до збільшення вартості капіталу;
- вперше виявлені причини, які унеможливають застосування в умовах України таких методів оцінки вартості капіталу, як методу базового дисконтованого грошового потоку, методу історичної премії за ризик, коефіцієнту Тобіна, методу порівняльних доходів та методу середньозваженої вартості капіталу;
- доведено обмеженість стандартної формули пристосованої чистої сьогоденньої вартості ("ЧСВ") при розрахунку ефективності інвестиційного проєкту. У зв'язку з цим запропоновано включити до показника пристосованої ЧСВ додаткову складову - ЧСВ надходжень та вит-

рат грошових коштів та обґрунтовано необхідність її застосування;

- вперше в українській економічній літературі здійснений аналіз неефективності амортизаційної та податкової політики з точки зору їх негативного впливу на загальну ефективність капітальних вкладень. Рекомендовано внести зміни до амортизаційного та податкового законодавства України, які б дозволили іноземним та українським підприємствам збільшити обсяги залучення коштів на зовнішніх та внутрішніх ринках для здійснення інвестиційних проектів та знизити вартість залучення таких коштів.

Теоретична та практична цінність.

Теоретичне значення дисертації полягає в тому, що проведене дослідження і зроблені висновки показали можливість застосування концепцій оцінки ефективності капіталовкладень, розроблених західною економічною школою, в умовах України. Водночас, в роботі було показано що, через те, що Україна знаходиться на перехідному етапі від командно-адміністративної до ринкової економіки, існує необхідність внести певні зміни до існуючих положень теорії.

Крім того, автором був проаналізований вплив недосконалої системи регулювання економіки України (зокрема в податкових, валютних та амортизаційних питаннях), характерної для економіки перехідного періоду, на вибір напрямків капіталовкладень.

Практичне значення дисертації полягає в тому, що одержані наукові результати можуть бути використані при розробці програм економічної реформи в Україні, зокрема тих її частин, що стосуються розвитку експорту в Україні, залучення

прямих іноземних інвестицій та боргових коштів з світових фінансових ринків до України, розвитку фондового ринку. Положення, висновки та пропозиції, розроблені автором дисертації, можуть бути використані в діяльності законодавчих та виконавчих структур, іноземними інвесторами, а також українськими підприємствами-учасниками зовнішньоекономічної діяльності, які будуть залучати кошти для модернізації виробничих фондів в Україні та організації виробництва продукції, яке б дозволило їй зайняти гідне місце в міжнародній системі розподілу праці.

На основі досліджень автором був підготовлений та надісланий до Міністерства фінансів України аналітичний огляд щодо оцінки ефективності капіталовкладень при розгляді питань про надання валютних кредитів Валютно-кредитною радою Кабінету Міністрів України.

Положення дисертації також можуть бути використані для викладання учбових курсів "Управління зовнішньоекономічною діяльністю", "Інвестиційний менеджмент", "Фінансовий менеджмент" та використані при підготовці навчальних та методичних посібників.

Апробація результатів дослідження.

Основні положення дисертаційної роботи доповідалися на республіканських конференціях, зокрема на таких як "Реформування зовнішньоекономічної сфери України" 19-20 жовтня 1995 року, м.Київ, "Здійснення підприємницької та інвестиційної діяльності в Україні", 20 березня 1996 року, м. Філадельфія, США, "Зовнішньоекономічна діяльність України: проблеми та перспективи", 7-8 червня 1996 року м. Київ та інших наукових форумах. Вони також обговорювалися на кафедрі управління зовнішньоекономічною діяльністю Інституту міжнародних відносин Київського університету.

Основні положення дисертаційного дослідження опубліковані в 6 наукових роботах загальним обсягом 11,8 друкованих аркушів.

Структура роботи.

Наукове дослідження оформлено у вигляді дисертаційної роботи наступної структури:

ВСТУП

РОЗДІЛ 1. Розвиток теорії оцінки економічної ефективності капітальних вкладень.

1.1. Розвиток західної теорії оцінки ефективності капіталовкладень.

1.2. Розвиток теорії ефективності капіталовкладень в умовах командно-адміністративної економіки.

РОЗДІЛ 2. Світовий досвід оцінки ефективності капітальних вкладень.

2.1. Сучасні методи оцінки ефективності інвестиційних проектів.

2.2. Визначення реального грошового потоку.

2.3 Визначення вартості капіталу та ставки дисконтування.

2.4. Взаємозв'язок інвестиційного і фінансового рішення.

РОЗДІЛ 3. Впровадження новітніх методів оцінки ефективності капітальних вкладень в Україні та пов'язані з цим проблеми.

3.1. Вплив амортизаційної політики на ефективність інвестицій.

3.2. Вплив податкової політики на оцінку ефективності капіталовкладень.

ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ

ДОДАТКИ

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

ОСНОВНІ ПОЛОЖЕННЯ ДИСЕРТАЦІЙНОЇ РОБОТИ

У дисертаційній роботі аналіз методів оцінки ефективності капіталовкладень починається з дослідження теоретичних основ та історії розвитку цих методів в економіці розвинутих капіталістичних країн (насамперед США) та економіці колишнього Радянського Союзу.

В дисертації показується, що перші теоретичні положення теорії дискontованого грошового потоку, яка є базовою в сучасній теорії оцінки ефективності капіталовкладень, були закладені наприкінці XIX сторіччя американським інженером Артуром Веллінгтоном. Однак через відносну складність практичного застосування цієї теорії, вона не набула широкого визнання та розповсюдження до другої половини XX сторіччя. Майже одночасно з теорією дискontованого грошового потоку (на початку XX сторіччя) з'явилися теорія П'єра Дюпона, яка для оцінки ефективності капіталовкладень використовувала показник рентабельності інвестованого капіталу.

Незважаючи на широке розповсюдження в першій половині XX сторіччя методу оцінки рентабельності інвестованого капіталу, що була розроблена Дюпоном, американські економісти продовжували активну роботу по вдосконаленню теорії дискontованого грошового потоку.

В дисертації показується, що в повоєнні роки, завдяки зацікавленості американських компаній, що діють в галузі нафтовидобування та нафтопереробки в більш ефективному використанні капіталовкладень, був зроблений наступний крок в

розвитку методів дисконтованого грошового потоку. В ці роки з'явилися роботи таких відомих американських та англійських вчених як Фрідріха та Віри Лутц, Джеймса Лорі, Леонарда Саважа, Джоела Діна, Роберта Ентоні. Наслідком появи цих робіт стало широке запровадження методів, заснованих на принципах дисконтованого грошового потоку у бізнесову практику американських та транснаціональних корпорацій (за різних причин англійські, японські та інші іноземні компанії почали застосовувати цей метод з певним запізненням). В дисертаційній роботі показується, що темпи запровадження методів, заснованих на принципах дисконтованого грошового потоку, були такими великими, що вже в 1965 році 47% американських корпорацій почали застосовувати цей метод для оцінки ефективності капіталовкладень, а наприкінці 70-х років цей рівень досяг 86%. Крім того, автором дисертації були проведені глибокі дослідження інших сучасних розробок в галузі теорії оцінки ефективності капіталовкладень.

Незважаючи на великий обсяг західних теорій, досліджених автором, він звернув значну увагу на систему оцінки ефективності капіталовкладень, що існувала в колишньому Радянському Союзі. На думку автора, у зв'язку з переходом України від командно-адміністративної економіки до економіки, що будується на ринкових засадах, таке дослідження є дуже важливим. Особи, які приймають інвестиційні рішення на етапі цього перехідного періоду, мають усвідомлювати причини, що призвели до кризи в системі капіталовкладень в колишньому Радянському Союзі і здійснювати кроки для того, щоб уникнути таких помилок. Крім того, значна кількість керівників підприємств України, незважаючи на певний здобутий ними досвід діяльності в ринкових умовах, продовжують

дотримуватись старих підходів до системи прийняття рішень щодо здійснення капіталовкладень.

Здійснюючи своє дослідження, автор показує, що в колишньому СРСР, як і в Сполучених Штатах Америки, перші роботи з оцінки ефективності капіталовкладень з'явилися завдяки діяльності спеціалістів-виробничників - академікам Б.С.Веденєву, І.Г.Олександрову та професорам С.О.Кукель-Краєвському, П.А.Опенгейму, М.М.Протод'яконову.

Лише в 1960 році (на підставі рекомендацій першої Все-союзної наукової конференції з питань ефективності капіталовкладень) була розроблена Типова Методика визначення економічної ефективності капіталовкладень. В подальшому ця методика зазнала значних змін в 1969 та в 1980 роках.

Як розкривається в дисертації, для оцінки ефективності капіталовкладень в СРСР використовувалися два основних методи: (1) метод оцінки абсолютної економічної ефективності капіталовкладень та (2) метод порівняльної економічної ефективності капіталовкладень.

На підставі проведених досліджень, автор дисертації дійшов до висновку, що показник абсолютної економічної ефективності не може бути застосованим для оцінки ефективності капітальних вкладень в нових економічних умовах, та проаналізував причини, що призвели до цього.

Хоча при розрахунку коефіцієнту порівняльної економічної ефективності і використовується показник дисконтування, його застосування дуже обмежене (він використовується лише на етапі будівництва, а не експлуатації проекту). Крім того, коефіцієнт порівняльної економічної ефективності міг бути застосований виключно для вибору найкращого з декількох запропонованих проектів і не надавав інформації щодо доцільності здійснення такого проекту.

Далі автор звернувся до аналізу найбільш уживаних сучасних світових методів оцінки ефективності капіталовкладень. Як зазначається в дисертації, нині в практиці оцінки ефективності капіталовкладень найчастіше використовується п'ять наступних методів:

- метод оцінки чистої сьогоденної вартості;
- метод оцінки внутрішньої норми рентабельності;
- метод оцінки індексу прибутковості;
- метод оцінки терміну повернення інвестованого капіталу;
- метод визначення балансової норми рентабельності.

В результаті здійсненого аналізу, автор визначив позитивні та негативні риси кожного з цих методів, вказав на обмеження застосування кожного з них. В роботі було також показано, що найкращим методом оцінки ефективності капіталовкладень виступає метод оцінки чистої сьогоденної вартості проекту. Однак, далі автор показав, що у випадку існування внутрішніх та зовнішніх обмежень для здійснення проектів (недостатність коштів, встановлення граничної вартості залучених коштів, тощо), метод чистої сьогоденної вартості може виявитися недостатньо точним.

В дисертації обґрунтовується існування двох основних методів, які дозволяють уникнути цих проблем: (1) здійснення ранжування проектів та (2) використання методів математичного програмування (насамперед лінійного та цілочисельного). З точки зору автору, найдоцільнішим є використання методів математичного програмування, насамперед в тих випадках, коли підприємство або комерційний банк має обрати лише декілька із великої кількості запропонованих проектів. Крім того, як зазначав автор, методи математичного програмування були гли-

боко розроблені представниками радянської економіко-математичної школи (Л.В.Канторовичем, Л.О.Ваар, О.Л.Лур'є, С.М.Захаров та інші) і можуть знайти своє місце в процесі оцінки ефективності капіталовкладень.

Однак, зазначає автор, характерною рисою будь-якого інвестиційного проекту є ризик та непевність. Вільш того, інвестиційні проекти, що здійснюються в умовах України, пов'язані з додатковими ризиками, викликаними переходом від командно-адміністративної економіки до економіки, що будується на ринкових засадах. В дисертаційній роботі зазначається, що економічною теорією було розроблено багато методів, що дозволяють здійснювати оцінку ефективності інвестиційних проектів в умовах ризику та непевності, та наводиться їх короткий аналіз.

На підставі здійснених досліджень та досвіду роботи автора по оцінці інвестиційних проектів, він дійшов до висновку, що при оцінці ефективності малих та середніх за обсягами капіталовкладень проектів доцільно застосовувати три наступних методи (1) метод очікуваної чистої сьогоденної вартості; (2) метод аналізу чутливості проекту (включаючи аналіз точок беззбиткового виробництва); та (3) ставку дисконтування, що пристосована до ризику проекту. Однак, в разі здійснення більш складних інвестиційних проектів, які вимагатимуть залучення значних коштів, доцільно також застосовувати методи моделювання інвестиційних проектів та методи математичного програмування. В 3-му розділі дисертації наводяться приклади використання деяких з цих методів при оцінці ефективності капіталовкладень в готельний проект.

В свою чергу, використання показника чистої сьогоденної вартості вимагає застосування інформації про грошовий потік проекту (рух фінансових коштів). Водночас, автором

дисертації показується, що при оцінці капіталовкладень необхідно врахувати не лише поточні надходження та витрати підприємства, а й такі складові як амортизація, непрямі витрати, фінансові наслідки впливу проекту на інші проекти, що здійснюються підприємством, тощо. Крім того, автор здійснив аналіз впливу інфляції, амортизаційної та податкової політики, що здійснюється державними органами на величину грошового потоку та зміну ефективності інвестиційного проекту.

Для підтвердження результатів аналізу, в розділі 3 дисертації автор на прикладі готельного проекту, впровадження якого заплановано в Україні в цьому році, показує негативний вплив існуючої на сьогоднішній день в Україні амортизаційної та податкової політики на ефективність капіталовкладень. Інвестиційний проект, який при застосуванні загальноприйнятих методів амортизації та оподаткування є прибутковим, стає збитковим при застосуванні правил оподаткування та амортизації, існуючих в Україні.

На підставі проведених автором досліджень та розрахунків було показано що, при врахуванні всіх факторів, які впливають на величину грошового потоку, оцінка ефективності капітальних вкладень може здійснюватися як в національній, так і в іноземній валюті.

Ще одним важливим фактором при оцінці ефективності капіталовкладень виступає система оцінки вартості капіталу та вибору ставки дисконтування при аналізі проекту. Очевидно, що підприємство, яке неправильно визначило вартість капіталу буде застосовувати хибний показник ставки дисконтування при оцінці ефективності інвестиційного проекту. Вибір занадто низької ставки дисконтування призводить до ризику початку здійснення неефективного проекту. Навпаки, застосування безпідставно завищеної ставки дисконтування може призвести до

того, що підприємство відмовиться від здійснення ефективного проекту.

В останні роки в світовій економічній літературі з'явилися багато робіт, присвячених цій темі, які запропонували велику різноманітність методів оцінки вартості капіталу.

На жаль, через низький рівень розвитку фінансового ринку в Україні та високу інфляцію, що існувала в Україні протягом останніх років, більшість з цих методів не може на сьогодні бути застосованими в Україні. На думку автора, єдиним, хоча і недосконалим методом, який може бути застосований для оцінки вартості капіталу, є метод експертної премії за ризик, який знайшов своє застосування в багатьох країнах, де розвиток фінансових ринків не досягнув достатнього рівня, а економічний та політичний стан характеризується нестабільністю.

В той же час, на внутрішньому ринку вартість капіталу формувалася виключно на основі теорії попиту та пропозиції. Враховуючи обмеженість пропозиції фінансових ресурсів на ринку України через політику НБУ щодо обмеження надходження фінансових коштів з іноземних джерел (ліцензування кредитів, фактична заборона відкриття рахунків в іноземних банках для обслуговування іноземних кредитів, обмеження діяльності іноземних фінансових установ в Україні) та слабкий розвиток банківської системи України, була сформована ситуація, коли вартість капіталу на внутрішньому українському ринку визначалася насамперед вартістю капіталу для фінансування досить ризикованих, але високоприбуткових торговельних операцій.

На підставі проведеного аналізу, автор дисертації дійшов висновку, що існуюча на ринку України ситуація носить обмежувальний характер для здійснення ефективних інвестицій в реальний сектор економіки.

Останнім питанням, на якому зупинився автор дисертаційного дослідження, виступало питання щодо впливу фінансової структури, обраної для здійснення інвестиційного проекту, на його ефективність. Як показано в дисертаційному дослідженні, вплив фінансової структури на ефективність інвестиційного проекту змусив науковців внести деякі зміни в систему розрахунку показника чистої сьогоденішньої вартості. На підставі цих пропозицій були запропоновані три наступних методи оцінки ефективності капіталовкладень:

- метод пристосованої чистої сьогоденішньої вартості;
- метод грошового потоку акціонерам;
- метод середньозваженої вартості капіталу.

На підставі проведеного аналізу автор дисертаційного дослідження довів, що теорія Міллера-Моділь"яні може бути застосована в умовах України. Одночасно, застосування цієї теорії вимагає певної адаптації до умов України, пов"язаних, наприклад, з тим, що проценти, які підлягають сплаті по облігаціях, не включаються у собівартість виробництва (як і дивіденди). Можливість застосування теорії Міллера-Модільяні в умовах України означає, що при оцінці ефективності капіталовкладень має бути оцінений не лише сам інвестиційний проект, а й шляхи його фінансування.

Як показано в роботі, вартість проекту, профінансованого за рахунок акціонерного та боргового капіталу, повинна дорівнювати вартості такого ж проекту, профінансованого виключно за рахунок акціонерного капіталу, збільшеної на величину чистої сьогоденішньої вартості використання іншої фінансової структури (тобто структури, в якій передбачається залучення боргового капіталу), тобто:

$$ПЧСВ = ЧСВ + ЧСВфс;$$

де ПЧСВ	-	величина пристосованої чистої сьогоднішньої вартості;
ЧСВ	-	чиста сьогоднішня вартість проекту, що фінансується виключно за рахунок акціонерного капіталу;
ЧСВфс	-	чиста сьогоднішня вартість проекту, що фінансується за рахунок акціонерного боргового капіталу.

Відповідно до існуючої теорії вважається, що ЧСВфс складається в трьох основних складових:

- податкових пільг, викликаних використанням боргового капіталу;
- вартість можливого банкрутства та фінансової неплатоспроможності;
- вартість випуску нових цінних паперів для отримання боргового капіталу (тобто за рахунок використання нерозподіленого прибутку акціонерів).

На підставі проведених досліджень автор дисертації вважав би доцільним доповнити цей перелік ще однією складовою. При аналізі концепції пристосованої чистої сьогоднішньої вартості більшість вчених вважає, що рівень заборгованості компанії залишатиметься на сталому рівні протягом всього терміну діяльності підприємства і єдиним зобов'язанням підприємства стосовно заборгованості є його обслуговування, а не погашення (маючи на увазі той факт, що в подальшому підприємство залучатиме кредитні кошти під інші проекти). Таке розуміння призводить до того, що борговий капітал фактично стає частиною інвестиції і лише незначним чином відрізняється від акціонерного капіталу.

На думку автора, при аналізі інвестиційного проекту, акціонер визначає насамперед ефективність використання свого власного інвестованого капіталу. Аналіз боргового капіталу його цікавить насамперед з точки зору використання "податкового щита" та здатності підприємства обслуговувати та погашати заборгованість з тих надходжень, які будуть генеруватися проектом.

На підставі цього автор запропонував додати четверту складову до показника ЧСВфс - показник чистої сьогоденної вартості надходжень та витрат грошових коштів, тобто чиста сьогоденна вартість того, що кошти будуть використані не на початковому етапі проекту як інвестиції, а як витрати на обслуговування та погашення кредиту під час реалізації проекту. Доцільність введення такого показника підтверджується розрахунками, наведеними автором у додатках до дисертаційного дослідження.

На основі проведеної роботи автор дисертації дійшов висновку, що західна теорія оцінки ефективності капіталовкладень цілком може бути застосована в Україні з урахуванням обмежень, описаних у дисертаційному дослідженні.

На підставі здійснених автором дисертації досліджень, можуть бути сформовані наступні пропозиції:

1. Рекомендувати іноземними інвесторам, підприємствам України, комерційним банкам та іншим організаціям та установам при оцінці ефективності капіталовкладень застосовувати методи, засновані на принципах дисконтованого грошового потоку.
2. Амортизаційна політика в Україні має бути приведена у відповідність вимогам, які відповідають сучасному стану економіки, зокрема:

- амортизаційні відрахування підприємств мають відповідати існуючому рівню інфляції;
- мають бути переглянуті строки амортизації основних фондів;
- для більш швидкої амортизації обладнання в перші роки його використання дозволити підприємствам самостійно обирати методи нарахування прискореної амортизації.

3. Для створення сприятливого клімату для інвестування у виробничу сферу, мають бути внесені наступні зміни до системи оподаткування:

- має бути стабілізована система оподаткування. Здійснення великих проектів може здійснюватися на основі підписання спеціальних угод з Кабінетом Міністрів України та місцевими владами. В такій угоді мають фіксуватися як обов'язки держави та державних органів (наприклад, ставки оподаткування та види податків, система амортизації, режим експорту готової продукції чи імпорту сировини тощо), так і обов'язки інвесторів (обсяг інвестицій, порядок та строки їх внесення, мінімальні обсяги виробництва та експорту тощо);
- в податкове законодавство України мають бути внесені зміни, які б дозволяли відносити до собівартості всі валові витрати, що пов'язані із здійсненням проекту;
- до податкового законодавства України мають бути внесені зміни, які б дозволяли відносити до собівартості підприємства відсотки по облігаціях, які воно сплачує власникам таких облігацій.

4. З метою зниження вартості кредитного капіталу для українських підприємств, було б доцільним здійснити наступні заходи:

- розробити спрощений порядок видачі дозволу українським емітентам на випуск цінних паперів за межами України, насамперед в таких фінансових центрах світу як Лондон, Нью-Йорк, Франкфурт, Токіо тощо (частина українських підприємств можуть мати значно кращий кредитний рейтинг, а отже залучати кошти на більш сприятливих умовах, ніж більшість українських банків);
- спростити або ліквідувати, як таку, процедуру надання ліцензій на отримання українськими підприємствами кредитів від іноземних позичальників;
- відмінити вимогу щодо обов'язкового продажу валютних надходжень від здійснення експортної діяльності;
- законодавчо закріпити право українських підприємств вільно придбавати іноземну валюту для сплати кредитів та відсотків по кредитах, а також для виплати дивідендів та інших доходів іноземним інвесторам;
- дозволити українським підприємствам, які здійснюють інвестиційні проекти на умовах проектного фінансування, утримувати рахунки в іноземних банках до погашення кредитів в іноземній валюті, у випадках, коли це передбачено умовами кредитної угоди;
- для залучення коштів інвесторів мають бути зняті законодавчі обмеження на випуск облігацій акціонерними товариствами (на сьогоднішній день акціонерним товариствам заборонено випускати облігацій

обсягом більшим ніж 25% статутного фонду таких акціонерних товариств).

ПУБЛІКАЦІЇ АВТОРА ПО ТЕМІ ДИСЕРТАЦІЇ

По темі дисертації автором опубліковано наступних 6 робіт загальним обсягом 11,8 д.а.

1. Методологія підготовки техніко-економічного обґрунтування інвестиційних проєктів. // К., Welcome. Листопад 1995, стор. 5-58, - 6,4 д.а.
2. Показники економічної ефективності інвестиційного проєкту.//Актуальні проблеми міжнародних відносин: матеріали наукової конференції. К., КДУ, 1995, с. 95-94, -0,6 д.а.
3. Инвестиционный анализ капиталовложений. // В кн. "Управление внешнеэкономической деятельностью"./ Под. общ. ред. А.И.Кредисова. - К., "Феникс", 1996. - с. 347-364,- 0,9 д.а.
4. Финансовый анализ инвестиционных проектов. // В кн. "Управление внешнеэкономической деятельностью". / Под. общ. ред. А.И.Кредисова. - К., "Феникс", 1996. - с. 365-374, - 0,7 д.а. (у співавт.)
5. Public and Private Equity Financing. // London. Baker & McKenzie, 1995, стор. 14-21, - 1,4 д.а. (у співавт.)
6. Taxation in Ukraine. Horsham, PA, USA, Russia and Commonwealth Business Law Report. March 1995. - 1,5 д.а. (у співавт.)

Потапов И.Ю. Мировой опыт оценки эффективности капитальных вложений и его использование в Украине.

Диссертацией является рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.05.00. - мировое хозяйство и международные экономические отношения.

Институт международных отношений Киевского университета имени Тараса Шевченко. Киев, 1997.

В диссертации исследованы основные методы оценки эффективности капитальных вложений. Обосновано, при принятая в мировой практике система оценки эффективности капитальных вложений, основанная на принципах дисконтирования денежного потока, может, с учетом некоторых замечаний и дополнений, быть использована в условиях Украины. Проанализировано влияние валютной, налоговой и амортизационной политики на эффективность капитальных вложений в Украине.

Potapov I.Yu. International experience of evaluation of feasibility of investments and its utilization in Ukraine.

Dissertation is a manuscript.

Dissertation is for a *Candidate of Science Degree* in World Economics and International Economic Relations - 08.05.00.

Institute of International Relations of Kyiv' Taras Shevchenko University. Kyiv, 1997.

Major methods of evaluation of feasibility of investments are analyzed in dissertation. It is argued that internationally accepted practice of evaluation of feasibility of investments that is based on principles of discounting of a cash flow can, with certain limitations and amendments, be used in Ukraine. The dissertation analyzed an influence of currency, tax and depreciation policy on a feasibility of investments in Ukraine.

Ключові слова: іноземні інвестиції, вартість капіталу, світові фінансові ринки, грошовий потік, чиста сьогоднішня вартість, ефективність капіталовкладень.

Підписано до друку 30.05.97р. Формат 60x84/16.
Ум. друк. арк. 1,0. Обл.-вид. арк. 1,0.
Наклад 100. Зам. 206.

Відділ оперативної поліграфії
Центру Міжнародної освіти
227-12-75, 227-37-86

AB 38.030