

МЕТОДИ ОЦІНКИ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ У ВІТЧИЗНЯНИХ ЕКОНОМІЧНИХ РЕАЛІЯХ

Анотація. В статті розкрито суть методів оцінки ефективності інвестиційних проектів з урахуванням їхніх переваг та недоліків, висвітлено деякі питання аналізу надійності підприємства-позичальника, обґрунтовано необхідність врахування умов вітчизняної економіки та особливостей конкретного проекту при виборі інструментарію згаданої оцінки.

Ключові слова: інвестиційний проект, економічна ефективність, чиста приведена вартість, період окупності, ставка дисконтування, внутрішня норма дохідності, індекс рентабельності та ін.

Постановка проблеми. Прийняття рішення потенційним інвестором щодо доцільності інвестування коштів передуює розгляд показників ефективності майбутнього інвестиційного проекту. Сукупність таких показників формується в результаті оцінки результативності проекту, запланованого до реалізації. Думки науковців стосовно загального інструментарію методів оцінки інвестиційних проектів узгоджуються в плані використання широко застосовуваних за кордоном динамічних методів, натомість не простежується єдності поглядів відносно сукупності показників, які б ураховували реалії вітчизняної економіки, але при цьому залишались універсальними і зрозумілими як для наших, так і для закордонних інвесторів.

Огляд літератури з обраного дослідження довів наявність значного обсягу праць, у яких розглядається питання оцінки ефективності інвестиційних проектів загалом. Це праці таких вітчизняних науковців як А. О. Азарова, Д. М. Бершов [1], Л. І. Губанова [5], П. А. Знахуренко С. Д. Супрун [14], А. Л. Хотомлянський [15]. Принципи, за якими повинна проводитись оцінка ефективності інвестиційних проектів, висвітлені в роботі В. В. Козика, В. А. Федорковського [8]. Є праці, присвячені вибірковим питанням в оцінці ефективності інвестиційних проектів, О. В. Чилій [16], А. Ю. Попандопуло [13] обґрунтовують методики розрахунку ставки дисконтування, Д. О. Василик розглядає особливості оцінки інвестиційних проектів за умови державної участі в їхній реалізації. І. С. Благун, О. Т. Левандівський [3] описують динамічні методи оцінки з урахуванням особливостей інвестиційних проектів, реалізованих в умовах ринку. Втім, залишаються відкритими питання оцінки інвестиційних проектів саме за умов вітчизняної економіки, поточного стану банківської системи, рівня ризиків, якими нині супроводжується інвестиційне кредитування (чи проектне фінансування, активне застосування якого уявляється можливим лише в післякризовий період), чим і зумовлено **актуальність** обраного дослідження.

Тому **мета** цієї статті – побудова теоретичної бази, яка б дала змогу відобразити схему оцінки інвестиційних проектів з урахуванням особливостей проектного фінансування. В дослідженні використані методи аналізу, синтезу та узагальнення. На досягнення поставленої мети спрямовані такі **цілі**:

1. Вивчення показників, що є базовими для аналізу надійності підприємства, яке бере участь у реалізації ініційованого інвестиційного проекту власними коштами, та виявлення проблем висвітлення інформації, характерних для вітчизняної практики.

2. Розгляд ключових динамічних показників, які зазвичай використовуються в практиці оцінювання ефективності інвестиційних проектів, зосередження уваги на перевагах та слабких моментах при використанні цих показників.

3. Дослідження природи ставки дисконтування, розгляд можливих методів її розрахунку з метою обрання найбільш адекватного з них у конкретному інвестиційному випадку.

4. Побудова узагальнюючої схеми показників, що дозволить відобразити загальну картину багатоступеневої системи оцінки продуктивності інвестиційного проекту.

Основні результати дослідження.

1. Оцінку ефективності інвестиційного проекту, на наш погляд, потрібно починати з визначення основного ефекту, отримання якого очікується від його реалізації. Це зорієнтує у виборі методів оцінки, адекватних очікуваному результату. Так, проекти за участі держави, міжнародних фінансових організацій досить часто зорієнтовані на отримання позитивного соціального ефекту від реалізації. Натомість інвестиційні проекти приватного сектора, здебільшого – на економічний ефект.

Така спрямованість диктує власні вимоги до відповідних проектів. Так, оцінка соціально зорієнтованих інвестиційних проектів за участі держави повинна містити: «...опис кількісного або якісного ефекту від реалізації проекту для народного господарства: про зміну прибутковості наявних і про можливості створення нових виробництв за рахунок появи нової продукції, про зміни транспортного сполучення, зміни в галузі екології й у соціальній сфері, тобто потрібно зазначити певний соціальний ефект від упровадження інвестиційного проекту» [4, с. 100]. Що ж стосується інвестиційних проектів за участі міжнародних організацій, то методологія їх оцінювання також має певні особливості. Організація Об'єднаних Націй із промислового розвитку (UNIDO) розробила власну методику дослідження інвестиційних проектів для країн, що розвиваються. Світовий банк умовою прийняття проектів на розгляд вважає оцінку не лише фінансової ефективності, але й соціально-економічної [8, с. 62].

У своєму дослідженні ми зосередили увагу на економічній ефективності інвестиційних проектів, що є базовим фактором при прийнятті інвестиційного рішення. Інвестиційні проекти, що реалізуються за принципами проектного фінансування, за своєю природою приферентивно зорієнтовані на дослідження ефективності самого інвестиційного проекту. Натомість участь у реалізації інвестиційного проекту компанії позичальника власними коштами (зазвичай від 10 до 30 % вартості проекту) призведе до зацікавленості інвесторів у надійності їхнього потенційного партнера. Найвірогіднішими учасниками проектного фінансування в Україні в ролі інвесторів і кредиторів є банки. Для останніх укладення коштів в інвестиційний проект (не стільки проектного фінансування, як інвестиційне кредитування) вимагає не лише оцінки ефективності інвестиційного проекту (грошових потоків від інвестиційного проекту як первинного забезпечення, згідно з закордонною практикою), але й оцінку підприємства позичальника, кредитування якого, наприклад, потребує формування резерву для відшкодування можливих утрат за кредитними операціями, оцінку ступеня забезпеченості інвестиційного кредиту, що дуже важливо, враховуючи нинішні економічні умови і породжені ними ризики несистемного характеру.

Л. І. Губанов серед найхарактерніших показників фінансової здійсненості проектів називає «...коефіцієнт співвідношення довгострокових запозичених коштів і акціонерного капіталу, коефіцієнт покриття, абсолютної ліквідності, покриття довгострокових зобов'язань, співвідношення між дебіторською і кредиторською заборгованостями» [5, с. 130]. Інші автори в основний перелік показників аналізу надійності підприємства включають: коефіцієнт Бівера, «Z-параметр» Альтмана, коефіцієнт фінансового лівериджу, коефіцієнт покриття, коефіцієнт абсолютної ліквідності [1, с. 53]. Загалом же дослідження надійності підприємства може

проводитись за набором показників, який варіює залежно від проекту, базові з них фіксуються відповідними методичними рекомендаціями.

Коефіцієнт фінансового лівериджу ($K_{СК}$) визначає співвідношення запозиченого капіталу (ЗК) до власних коштів (акціонерного капіталу – АК) [1, с. 54].

$$K_{СК} = \frac{ЗК}{АК} \quad (1)$$

Бачимо обернену залежність між даним коефіцієнтом і показником акціонерного капіталу. Вища частка власного капіталу компанії позичальника позитивно вплине на зменшення ризику інвесторів, проте менша частка їх коштів у структурі проекту матиме зворотній вплив на дохідність останніх.

Співвідношення поточних активів (ПА) і короткострокових зобов'язань (КЗ) – коефіцієнт покриття ($K_{П}$), визначається за такою формулою [5, с. 130]:

$$K_{П} = \frac{ПА}{КЗ} \quad (2)$$

До основних недоліків цього показника належать складові поточних активів, які подекуди можуть включати неліквідні активи. Прийнятне значення цього коефіцієнта на рівні, більшому за 1,0. Він може коливатись у межах 1,2 – 2,0 [1, с.54].

Коефіцієнт абсолютної ліквідності ($K_{(a.l.)}$) відображає здатність швидко ліквідних коштів і цінних паперів (A_g) оперативно погасити короткострокові зобов'язання (Z_n) [12, с. 192]:

$$K_{a.l.} = \frac{A_g}{Z_n} \quad (3)$$

Звичайно, це неповний перелік коефіцієнтів, що відображають результат вичерпного аналізу фінансових показників підприємства. Він може бути доповнений ще масою показників (співвідношення прибутку й амортизаційних відрахувань до щомісячних зобов'язань, співвідношення чистих грошових оборотів і суми максимального внеску за поточними кредитами та ін.). Головною вимогою до розрахунку цих показників, незалежно від їх набору, – це адекватність отриманих результатів до реальної ситуації. Реалії вітчизняної економіки досить часто сприяють виникненню невідповідності офіційно висвітлених доходів і доходів, реально отриманих у процесі поточної діяльності фірми, другі зазвичай вищі. Тому, наприклад, банки як потенційні інвестори та/або кредитори часто враховують доходи фірми, хоча останні офіційні незадекларовані. Так, розраховуючи показник співвідношення прибутку й амортизаційних відрахувань до суми максимальних щомісячних зобов'язань по інвестиційних кредитах, банком можуть бути отримані результати, що вказуватимуть на критичні розміри довгострокової заборгованості позичальника (за іншими кредитами). Проте, дослідження історії графіка попередніх виплат може показати відсутність затримок платежів за кредитами, що свідчатиме про перевищення реальних доходів над декларованими.

У вітчизняній та зарубіжній практиці прийняттю інвестиційного рішення передують аналіз ефективності інвестиційного проекту, який починають з розрахунку величини чистої приведеної вартості – *NPV* (Net Present Value). У спрощеному вигляді чиста теперішня вартість – це різниця між затратами проекту і його вигодами. При цьому майбутні вигоди й затрати повинні бути дисконтовані за відповідною ставкою дисконту.

За разової інвестиції її чиста приведена вартість може бути визначена за такою формулою:

$$NPV = \sum_1^n \frac{Pt}{(1+r)^n} - IC, \quad (4)$$

де Pt – теперішня вартість грошових вкладень протягом періодів;

IC – початкові, стартові інвестиції, здійснені за період t ;

r – процентна ставка;

$(1+r)$ – коефіцієнт (фактор) майбутньої вартості для r і n .

Якщо проект передбачає послідовне інвестування фінансових ресурсів протягом кількох періодів, то формула набуде такого вигляду:

$$NPV = \sum_1^n \frac{P_n}{(1+r)^n} - \sum_1^n \frac{IC}{(1+r)^n}. \quad (5)$$

Використання даного критерію для прийняття рішення про доцільність реалізації цього проекту відбувається за такими критеріями:

якщо $NPV > 0$, то проект доцільно прийняти;

якщо $NPV < 0$, то проект потрібно відхилити;

якщо $NPV = 0$, то проект неприбутковий, але і незбитковий [Бардиш, с. 153].

Описаний показник – величина адитивна, тобто може бути розрахований у вигляді інтегрованого показника по всіх інвестиційних проектах, що складають інвестиційну програму [9, с. 42]. Ще одна перевага цього методу – врахування часового фактора в розрахунках.

Основний *недолік* у тому, що розрахунок цього критерію потребує детального прогнозування надходжень грошових потоків на весь ЖЦП. Крім того, зазвичай робиться припущення про постійність ставки дисконту в різних періодах, що не завжди адекватне дійсності [9, с. 42].

Метод розрахунку індексу прибутковості ніби продовження методу розрахунку показника NPV . Але показник PI (Profitability index) – відносна величина, визначення якої без урахування фактору часу матиме вигляд:

$$PI = \frac{P_t}{IC}. \quad (6)$$

З врахуванням ставки дисконту ця формула набуде вигляду:

$$PI = \sum_1^n \frac{P_t}{(1+r)^n} \div IC, \quad (7)$$

де P_t – грошові надходження за період t ;

$(1+r)$ – дисконтний множник.

Якщо інвестиції здійснюються в часовому періоді грошовими потоками, то PI розраховується за формулою:

$$PI = \sum_t^n \frac{P_t}{(1+r)^n} \div \sum_1^n IC_t (1+r)^n, \quad (8)$$

де IC_t – інвестиційні витрати (грошові потоки) за період $t = 1, 2, 3, \dots, n$ [2, с. 158]. Загальне правило прийняття позитивного рішення при розрахунку даного показника накладає умову, за якої проект вважається прийнятним до реалізації при значенні PI більше 1.

Щоб забезпечити дохід від інвестиційних коштів, необхідно створити такі умови, за яких чиста приведена вартість буде більша за 0 або принаймні дорівнюватиме йому. Створення таких умов фактично означає підбір такої процентної ставки для дисконтування потоків платежів, які забезпечать значення $NPV > 0$ або $NPV = 0$. Отже, *внутрішня норма дохідності* (IRR – International Rate of Return) – ставка дисконту, при якій чиста теперішня вартість проекту дорівнює нулю [2, с. 155].

Розрахунок IRR проводиться методом послідовних наближень величини NPV до нуля при різних ставках дисконту. На практиці визначення IRR проводиться за формулою:

$$IRR = A + \frac{a(B + A)}{(a + b)}, \quad (9)$$

де A – ставка дисконту, при якій NPV позитивна;

B – ставка дисконту, при якій NPV від'ємна;

a – величина позитивної NPV при ставці дисконту A ;

b – величина від'ємної NPV при ставці дисконту B [9, с. 43].

І. С. Благуно, О. Т. Левандівський так пояснюють економічну природу цього показника: «Внутрішня рентабельність визначає темп зростання капіталу, інвестованого в проект... цей показник визначає максимально припустиму ставку позичкового відсотка, при якій кредитування проекту беззбиткове, тобто без використання для виплат за кредит частини прибутку, отриманого на власний інвестований капітал» [3, с. 24].

Недоліками описаного критерію є те, що він не завжди виділяє найприбутковіший проект, не дозволяє дати однозначну оцінку IRR проектів, у яких зміна знака NPV протягом ЖЦІ відбувається більше одного разу; при аналізі проектів різного масштабу не завжди узгоджується з NPV .

Не зважаючи на вказані вади, більшість приватних інвесторів розглядають цей метод як вимірник їхньої дохідності на вкладений капітал і приймають рішення щодо інвестування залежно від значення IRR [9, с. 44].

Термін, протягом якого інвестиційний проект забезпечуватиме дохід (розглядаються грошові потоки, забезпечені проектом), необхідний для повернення інвестованих коштів без залучення власного капіталу підприємства на окреслені виплати, називається *періодом окупності інвестицій* (PP – payback period).

Цей показник без урахування часового впливу розраховується за такою формулою:

$$PP = \frac{IC}{CF_t^{(s)}}, \quad (10)$$

де PP – термін окупності, років;

IC – обсяг інвестицій за проектом;

$CF_t^{(s)}$ – річна сума грошових надходжень від реалізації ІІІ.

Індекс (s) свідчить про можливість двоякого підходу до визначення величини $CF_t^{(s)}$. Перший можливий за однакового розміру щорічних грошових надходжень. Тоді обсяг інвестування ділиться на величину річних надходжень. Другий підхід має місце, коли грошові надходження за роками відбуваються неоднаковими потоками. В такому разі PP розраховується як відношення кумулятивного доходу по роках на кількість років, протягом яких відбуваються надходження [9, с. 44]ю

Урахування часового фактору видозмінить попередню формулу таким чином (*DPP*) [9, с. 45]:

$$DPP = \sum_{j=1}^m \frac{I_j}{(1+r)^j} \div \left(\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \div n \right). \quad (11)$$

Показник періоду окупності здатен проілюструвати рівень інвестиційних ризиків, пов'язаних з ліквідністю [6, с. 29]. Зрозуміло, що використання прогнозних даних при оцінці ефективності інвестиційного проекту залежить і від часового фактора, тому зростання періоду окупності лише підвищить ризики, зумовлені важкістю прогнозування на більш тривалу перспективу.

Методу розрахунку коефіцієнта ефективності інвестицій (*ARR*) властиве таке: він не враховує дисконтування грошових потоків; дохід характеризується показником чистого прибутку (*PN*), який розраховується як різниця між прибутком від звичайної та надзвичайної діяльності за проектом і податковими платежами до бюджету. Коефіцієнт ефективності інвестицій (*ARR*) визначається як відношення середньорічного чистого прибутку до середньої величини інвестицій (*IC*). Середня величина інвестицій (*IC*) розраховується як відношення загальної величини інвестованих ресурсів до періоду, на який їх укладено [9, с. 45]. При наявності ліквідаційної або залишкової вартості (*RV*) її оцінка повинна бути врахована [2, с. 159]:

$$ARR = \frac{PN}{(IC + RV)}. \quad (12)$$

Цей метод спрямовує увагу менеджерів акціонерних компаній на найприбутковіші проекти.

Недоліком є те, що цей показник не враховує відмінної вартості грошей у часі, відмінності в тривалості експлуатації активів, створених завдяки інвестуванню [9, с. 46].

3. Ставка дисконтування. Одним з найскладніших, на думку фахівців, завдань при прогнозуванні майбутніх доходів і витрат є ставка відсотка. Проблематика породжується необхідністю порівняння майбутніх прогнозованих надходжень і видатків, що можуть укладатись одноразово, на початку реалізації проекту або частинами в різні проміжки часу. Таким чином, існує певний часовий розрив у періодах надходження і витрачання коштів, що ускладнюється тривалістю реалізації проекту, особливо враховуючи довгостроковий характер проектного фінансування.

Концепція зміни вартості грошей у часі – основа більшості методів, які використовуються при оцінюванні ефективності інвестиційних проектів. Базою для цього є ставка відсотка застосовується яка для приведення майбутнього грошового потоку до поточної вартості – ставка дисконтування (*Discount rate*).

Залежно від критерію ставки дисконтування, який може враховуватись або не враховуватись у різних методах оцінки ефективності інвестиційних проектів, останні можна розділити на дві групи: «...так звані традиційні критерії, що ґрунтуються на принципах бухгалтерського обліку і звітності, а саме: період окупності інвестиції (*PP*) та облікова ставка доходності (*ARR*). До другої групи – чиста теперішня вартість (*NPV*), індекс доходності (*PI*), внутрішня норма прибутку (*IRR*), дисконтований період окупності інвестиції (*DPP*)» [11, с. 126]. Природа вартісної складової грошей зводиться до того, що певна сума грошей сьогодні буде дорожчою, ніж та сама сума через деякий проміжок часу. Тобто з часом купівельна спроможність грошей знижується. Вартісний розрив між однаковими сумами грошей у різний період часу обумовлений здатністю грошей «працювати», наприклад, укладення деякої суми коштів може принести додаткові доходи їхньому власнику в майбутньому. Саме тому для коректного зіставлення різних за часом надходження грошових потоків важливо першочергово

визначитись із нормою ставки дисконтування. Для інвестора вкладення коштів в інвестиційний проект завжди несе загрозу недоотримання певного доходу від альтернативного вкладення коштів, яке не було задіяне. Крім того, обраний як об'єкт інвестування проект сам по собі породжує ризик для інвестора в плані нездатності в майбутньому генерувати достатні грошові потоки, що розглядаються як джерело прибутку. Таким чином, ставка дисконтування повинна врахувати співвідношення дохідності і рівня ризику можливого вкладення, а також премію за ризик, на який погоджуються інвестори приймаючи рішення щодо конкретного проекту. Як висновок: «...кредитори й акціонери, визначаючи свої вимоги до компанії, в більшості випадків орієнтуються на деякий середній ризик. Тобто вони оцінюють вартість компанії за ставкою дисконтування, що дорівнює:

$$d(r) = a(r) + \Delta, \quad (13)$$

де r – оцінка середнього ризику; $a(r)$ – потенційна дохідність кращої альтернативи за умови визначеного ризику; Δ – премія (в загальному випадку може бути й менше нуля)» [13, с. 67].

Існують різні методи розрахунку ставки дисконтування, виправданість вибору якого обумовлюється характерними умовами кожного проекту. Для кращого розуміння формуючих складових, що впливають на ставку дисконтування, розглянемо кілька основних методів її визначення.

CAPM (Capital Assets Price Model) – метод визначення ставки дисконтування, який базується на моделі оцінки капітальних активів:

$$C = C_{RF} + (C_M - C_{RF}) \times \beta, \quad (14)$$

де: C_{RF} – показник прибутковості (віддачі) для безризикового вкладення капіталу;

C_M – середній по ринку показник прибутковості;

β – показник ризику [13, с. 69].

У статті, присвяченій визначенню норми дисконту, О. В. Чилій звертає увагу на такі недоліки цього методу: «...ризик пов'язується з будь-якими відхиленнями дохідності від середньої, як негативними, так і позитивними; навіть якщо підприємства і реалізують схожі проекти, на їх ризиковість впливатиме багато інших факторів, а саме: структура капіталу, ступінь диверсифікації виробництва та інші... метод не враховує несистематичного ризику, пов'язаного з конкретним проектом... метод неможливо використовувати для інноваційних проектів» [16, с. 115]. Коефіцієнт β як індикатор ризику включає в себе згадану надбавку інвестора за ризик. Схожість проектів, як вище зазначалось, не гарантує адекватності розміру даного показника в процесі реалізації наступного подібного проекту. Проте, наприклад, банк, який може виступати інвестором та/або кредитором по проекту, наявність досвіду компанії-позичальника в напрямку реалізації проекту буде розглядати як перевагу на користь позичальника. Хоча така перевага і не гарантує цілковитого співпадіння умов реалізації проектів.

ROCE (Return Over Capital after Taxes) – метод, за якого ставка дисконтування визначається як дохідність позичкового капіталу:

$$ROCE = \frac{NOPLAT}{(E + D)}, \quad (15)$$

де: *NOPLAT* (Net Operating Profit after Taxes) – чистий операційний прибуток після оподаткування;

E – власний капітал;
 D – позичковий капітал.

WASS (Waged Average Cost of Capital) – метод середньозваженої вартості капіталу:

$$r^* = \xi_d r_d (1 - T_c) + r_e \xi_e + r_p \xi_p, \quad (16)$$

де: r^* – середньозважена вартість капіталу підприємства;

r_d, r_e, r_p – ринкові вартості відповідно: позикового капіталу, акціонерного та власного капіталу підприємства;

ξ_d, ξ_e, ξ_p – відповідні частки активів у структурі капіталу підприємства;

T_c – ставка податку на прибуток [13, с. 69].

Основний недолік цього методу – його преференційна зорієнтованість на компанію, а не на конкретний проект. Таким чином, використання цього методу оптимальне лише «...для «середнього» для фірми інвестиційного проекту, ризик якого відповідає середньому рівню ризику підприємства та грошові потоки якого корелюють із існуючими активами фірми» [16, с. 113].

Оцінка ефективності інвестиційних проектів загалом і визначення ставки дисконтування зокрема в більшості випадків використовують запозичений із-за кордону інструментарій методів, який часто може не враховувати особливостей вітчизняної економіки. Так, як зазначає А. Ю. Попандопуло: «Передбачається відсутність інфляції або її врахування за спрощеною схемою... В нашому випадку важливим є не лише більш детальне прогнозування... але й прогнозування інфляції ключових змінних: цін на кінцеві продукти переробки, фондів оплати праці (ФОП), тарифів на транспортування й електроенергію... Відмова від по факторного прогнозування інфляції може призвести до серйозних помилок» [13, с. 72].

4. Вивчення методів оцінки інвестиційних проектів, розподіл їх на групи за критерієм урахування фактора часу, розгляд основних показників аналізу надійності позичальника з урахуванням існуючих методичних рекомендацій узагальнимо такою схемою (рис. 1.), що наочно зображує загальну картину досліджуваного процесу.



Рис. 1. Схема сукупності показників оцінки ефективності інвестиційного проекту та надійності підприємства-позичальника

Зображена схема показників не остаточна і не претендує на універсальність. Основна мета – наочно відобразити ту систему показників, які є базовими при дослідженні привабливості інвестиційного проекту і надійності підприємства-позичальника зокрема.

Висновки і рекомендації

1. Значна частка власних коштів підприємства – позичальника (ініціатора) в реалізації інвестиційних проектів, наприклад, методом проектного фінансування, висуває додаткові умови до оцінки надійності останнього. Вітчизняна практика аналізу надійності позичальника засвідчує той факт, що отримані в результаті розрахунків дані не завжди відповідають дійсному стану справ фірми. Саме тому важливо, щоб аналіз надійності підприємства-позичальника проводився за даними, що відображають істинну ситуацію, тобто основна вимога, яка висувається, – віддзеркалення реального стану справ підприємства.

2. Левова частка методів оцінки ефективності інвестиційних проектів запозичені з-за кордону. Вони повинні бути адаптовані до реалій вітчизняної економіки, при цьому зберігаючи свою універсальність, що забезпечить їх прозорість перед потенційними інвесторами, зрозумілість незалежно від того, це інвестор вітчизняний чи іноземний.

3. Підхід до визначення ставки дисконту повинен урахувати особливості кожного проекту, вимоги й очікування інвесторів щодо віддачі проекту, в який спрямовуються вкладення коштів, вплив зовнішніх чинників як додаткові умови, накладені особливостями середовища, в якому реалізується проект (економічна, політична нестабільність тощо).

4. Індивідуальний характер, винятковість і особливість умов реалізації кожного інвестиційного проекту накладає необхідність персонального підходу до вибору інструментарію методів оцінювання, що, втім, не зменшує переваги ініціаторів у напрямку накопичення досвіду реалізації подібних проектів (наприклад, будівництво торгово-розважальних центрів у різних регіонах у межах єдиної інвестиційної програми, що є складовою загальної стратегії певної промислової групи). Це дослідження не вичерпує коло питань, пов'язаних з оцінкою ефективності інвестиційних проектів із використанням принципів проектного фінансування і врахування особливостей середовища, в якому реалізується проект, тому продовження початих досліджень вбачаємо в напрямку формування практичної бази використання вище поданих методів розрахунку.

Література

1. Азарова А. О., Бершов Д. М. Оцінка ефективності інвестиційних проектів // *Фінанси України*. – 2004. – № 9. – С.52 – 57.
2. Бардиш Г. О. Проектне фінансування : Підручник. – 2-ге вид. – К. : Алерта, 2007. – 463 с.
3. Благун І. С., Левандівський О. Т. Оцінка ефективності інвестиційних проектів в умовах ринку // *Актуальні проблеми економіки*. – 2002. – №12. – С.24 – 26
4. Василик Д. О. Оцінка ефективності інвестиційних проектів // *Фінанси України*. – 2005. – № 6. – С.93 – 102
5. Губанова Л. І. Оцінка інвестиційних проектів// *Фінанси України*. – 2001. – № 10. – С.126 – 131
6. Гуткевич С. А. Деякі методи розрахунків ефективності інвестицій // *Актуальні проблеми економіки*. – 2001. – №11 – 12. – С.27 –30

7. Довбня С. Б., Ковзель К. А. Новий підхід до оцінки економічної ефективності інвестиційних проектів // *Фінанси України*. – 2007. – №7. – С.62 – 71
8. Козик В. В., Федоровський В. А. Оцінка ефективності інвестиційних проектів // *Фінанси України*. – 2001. – №4. – С.59 – 70
9. Куриленко Т. П. Проектне фінансування : Підручник. – К. : Кондор, 2006. – 208 с.
10. Липчанська О. В. Методика розрахунку порівняльно-аналітичних показників ефективності проектів // *Актуальні проблеми економіки*. – 2007. – № 8. – С. 194 – 200 с.
11. Пересада А. А., Майорова Т. В., Ляхова О. О. Проектне фінансування : Підручник. – К. : КНЕУ, 2005. – 736 с.
12. Петрук О. М. Банківська справа : Навчальний посібник / За ред. д.е.н., проф. Ф.Ф Бутинця. – К. : Кондор, 2004. – 461с.
13. Попандопуло А. Ю. Определение ставки дисконтирования // *Вестник Московського университета*. – 2005. – № 2. – С.65 – 78.
14. Супрун С. Д. Оцінка ефективності інвестиційних проектів підприємств // *Фінанси України*. – 2003. – № 4.—С.82 – 87
15. Хотомлянський А. Л., Знахуренко П. А. Совершенствование методики определения экономической эффективности капитальных вложений // *Актуальні проблеми економіки*. – 2007. – № 3. – С.155 – 161
16. Чилій О. В. Обґрунтування норми дисконту в оцінці інвестиційних проектів // *Фінанси України*. – 2001. – №8. – С.112 – 116

Summary. In the article essence of methods of estimation of efficiency of investment projects is exposed taking into account their advantages and failings, some questions of security of enterprise-borrower analysis are reflected, grounded necessity of account of terms of domestic economy and features of concrete project at the choice of tool of the mentioned estimation.

Keywords: investment project, economic efficiency, net present value, period of recoupment, pond of discounting, internal norm of доходності, index of profitability but other.

Стаття надійшла до редакції 13.04.2010