

УДК 658.152

Н. В. Коваль,  
к. е. н., асистент кафедри менеджменту,  
Білоцерківський національний аграрний університет

# ОБГРУНТУВАННЯ ВЕЛИЧИНИ ДИСКОНТНОЇ СТАВКИ ДЛЯ РОЗРАХУНКУ ПРОГНОЗНОЇ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ В УКРАЇНІ

*У статті розглянуто методи визначення величини дисконтної ставки, які пропонуються в сучасних економічних джерелах, та розроблено рекомендації, що сприятимуть підвищенню об'єктивності оцінки прогнозної ефективності інвестиційних проектів у сучасних мінливих умовах господарювання в Україні.*

*The paper highlights methods of estimating the size of discount suggested in modern economic sources. We have also developed recommendations to provide increase in predictive assessment objectivity in investment projects efficiency under modern changeable management situation in Ukraine.*

## ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Україна на даний момент не має єдиної методики і практичних рекомендацій стосовно оцінки ефективності інвестиційних проектів. З кінця минулого століття з цією метою почали застосовувати методику ООН щодо промислового розвитку (ЮНІДО), за якою ефективність інвестиційних проектів оцінюється на основі дисконтування. Однак практичне використання вказаної методики в умовах трансформаційної економіки України пов'язане зі значними труднощами, оскільки визначення одного з найважливіших прогнозних параметрів даної методики — величини дисконтної ставки (норми дисконту) — залишається невирішеним завданням у практиці вітчизняного інвестиційного менеджменту.

Американський економіст Джеймс К. Бонбрайт стверджує, що процес визначення ставки, за якою необхідно проводити капіталізацію доходу, є, по суті, методом спроб і помилок, а методів розрахунку ставки дисконтування існує стільки, скільки існує визначень самого терміна [8, с. 19]. Проте, саме величина дисконтної ставки є тим суттєвим фактором, від якого залежатиме значення показників ефективності, а отже, який впливатиме на остаточне рішення щодо доцільності впровадження інвестиційного проекту.

Прагнення підвищити точність прогнозної оцінки ефективності інвестиційних проектів в умовах гострої нестачі інвестиційних ресурсів зумовлює необхідність додаткового обґрунтування вибору величини дисконтної ставки.

## АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Теоретичні концепції з визначення величини дисконтної ставки досить широко висвітлюються в економічній літературі. Останнім часом цій проблемі присвятили свої роботи Аптекарь С. [1], Катеринич М. [11], Стецюк П. [19], Хотомлянський А. та Знахуренко П. [23], Чилій О. [24]. Проте ряд питань, зокрема практичного застосування запропонованих методів розрахунку ставки дисконту, залишаються або нерозв'язаними, або дискусійними.

## МЕТА СТАТТІ

Основною метою даного дослідження є аналіз існуючих методів розрахунку ставки дисконту та розроблення практичних рекомендацій з визначення її величини, що сприятимуть підвищенню об'єктивності прогнозної оцінки ефективності інвестиційних проектів у сучасних мінливих умовах господарювання в Україні.

## ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

У процесі прогнозного оцінювання ефективності інвестицій розрахунок дисконтної ставки — один з найбільш відповідальних етапів. Адже саме від її обґрунтованості залежить об'єктивність вказаної оцінки.

З математичної точки зору ставка дисконту — це процентна ставка, яка використовується для перерахунку майбутніх грошових потоків у єдину величину поточної (сьогоднішньої) вартості [9, с. 101].

У науковій літературі зустрічаються різні підходи до розуміння економічної сутності ставки дисконту, з чим пов'язані подальші (часто діаметрально протилежні) рекомендації з її розрахунку. Зокрема, під ставкою дисконту розуміють:

— норму дохідності найкращого доступного способу вкладання коштів з аналогічним рівнем ризику [1, 24];

— необхідну інвесторам ставку доходу на вкладений капітал з врахуванням рівня ризику об'єктів інвестування [9, с. 101];

— мінімальну норму прибутку, нижче якої інвестор вважав би інвестиції не вигідними для себе [16, с. 342].

Поняття "дисконтна ставка" досить часто ототожнюється з поняттям "ціна капіталу" [18, с. 177; 23, с. 157; 5, с. 137], "середньозважена вартість капіталу" [11, с. 16; 22, с. 289; 10, с. 104]. На думку Аптекаря С. та Бірмана Г., таке ототожнення є неприйнятним, адже дисконтна ставка характеризує реальну (з точки зору інвестора) альтернативну можливість вкладення наявних коштів [1, с. 47—48; 3, с. 116]. З цим можна було б погодитись, але, взявши до уваги, що найпростішим з можливих напрямів використання коштів є внесення їх на депозит, розуміємо, що депозитна процентна ставка не може використовуватись як норма дисконту, якщо для реалізації проекту інвестор користується позиченими коштами. Порівнявши процентну ставку за кредитами в національній валюті в реальній сектор економіки (21%) та залученими депозитами (16,3%) на 12 листопада 2009 року [27], вважаємо, що обираючи дисконтну ставку, інвестор так чи інакше порівнює її з ціною капіталу.

Слід звернути увагу на те, що Методикою визначення економічної ефективності витрат на наукові дослідження і розробки та їх впровадження у виробництво та Тарасенко Н. в якості показника дисконту рекомендується використовувати граничну вартість капіталу, під якою розуміють вартість останньої гривні нового капіталу, який збільшує підприємство, фірму [15; 20, с. 452].

Кірейцев Г. стверджує, що найчастіше для оцінки норми дисконту застосовується метод середньозваженої вартості капіталу підприємства (WACC) [22, с. 289]. В такому разі на норму дисконту впливатимуть вартості й частки існуючих активів підприємства та податок на прибуток, тому метод дає правильний результат лише щодо "середнього" для фірми інвестиційного проекту, ризик якого відповідає середньому рівню ризику підприємства та грошові потоки якого корелюють із потоками існуючих активів фірми [24, с. 113].

Основна складність при практичному застосуванні цього методу полягає у визначенні вартості одиниці капіталу, отриманого за рахунок конкретного джерела коштів. Для деяких джерел ціну капіталу можна встановити досить точно (наприклад, ціна акціонерного капіталу, банківського кредиту, облігаційної позики). За іншими джерелами коштів виконати такі розрахунки досить складно (наприклад, за нерозподіленим прибутком, кредиторською заборгованістю). Бочаров В. звертає увагу на те, що за зовнішніми ознаками нерозподілений прибуток здається безкоштовним джерелом фінансування, проте це не так. Нерозподілений прибуток належить власникам (акціонерам) підприємства. Саме вони вирішують, вкласти його у виробництво чи спрямувати на виплату дивідендів. Тому нерозподілений прибуток слід розглядати як елемент капіталу, вкладаючи в який свої гроші, акціонери хотіли б отримати додатковий дохід. Тому вартість нерозподіленого прибутку співпадає з вартістю капіталу, отриманого від розміщення звичайних акцій. Підприємство-емітент несе додаткові витрати, пов'язані з випуском і розміщенням нового пакета звичайних акцій. Тому можна записати: ЦНП = ЦЗА, де ЦНП — ціна (вартість) нерозподіленого прибутку; ЦЗА — ціна (вартість) залучення акціонерного капіталу у формі додаткової емісії звичайних акцій [4, с. 61—62].

Вартість капіталу для компаній, цінні папери яких накопичуються, можна визначити через відношення щорічного прибутку підприємства до суми його власних коштів, накопичених до періоду, що розглядається, тобто через рентабельність власного капіталу (ROE) [16, с. 346].

Для оцінки економічної ефективності проектів, які суттєво впливають на структуру капіталу компанії (наприклад, при істотному збільшенні боргового фінансування), використовується метод скоригованої поточної вартості (APV). Розрахунок за методом APV проводиться у такій послідовності: визначається теперішня вартість грошових потоків проекту в умовах його фінансування за рахунок власних коштів підприємств (дисконтування проводиться за нормою дохідності власного капіталу підприємства); розраховується та додається до базової теперішня вартість позикових коштів і податкові знижки позикового капіталу (дисконтування проводиться за відсотковою ставкою на позиковий капітал) [24, с. 113—114].

Хотомлянський А. та Знахуренко П. пропонують в якості показника дисконту при оцінці проекту використовувати рівень рентабельності виробничих фондів діючого підприємства, якщо джерелом інвестиційних витрат є власний капітал [23, с. 157]. Однак, по-перше, не завжди у підприємства є можливість вкласти вільні кошти в проект, що буде забезпечувати ставку доходу на рівні рентабельності виробничих фондів діючого підприємства та ще й з аналогічним рівнем ризику; по-друге, це означає, що інвестор обмежує себе досягнутим раніше рівнем, а в умовах жорсткої конкуренції та інноваційного розвитку економіки це небажано.

Ряд вчених пропонують при розрахунку ефективності інвестиційних проектів, що здійснюються за рахунок внутрішніх джерел, використовувати дисконтну ставку, що дорівнює необхідній для власника ставці віддачі на вкладений капітал, яка розраховується або за допомогою методу оцінки капітальних активів, або методом кумулятивної побудови. Якщо ж використовуються й зовнішні джерела інвестиційного капіталу (позичені, залучені) — дисконтну ставку слід розраховувати методом середньозваженої вартості капіталу [9, с. 101].

Інша точка зору, яку ми підтримуємо, розглядає альтернативну вартість як суму трьох основних компонентів: "безризиковий дохід", тобто дохід, який одержує інвестор за використання своїх грошей, припускаючи, що його вкладення абсолютно надійні; премію за інфляцію, щоб гарантувати, що реальна купівельна спроможність грошей не зміниться з часом; премію за ризик (ризикова премія), яка забезпечує додаткову компенсацію за будь-який ризик, пов'язаний з інвестиціями [19, с. 60; 17, с. 31; 6, с. 23—26]. Але практичне визначення дисконтної ставки з врахуванням цих трьох компонентів наштовхується на певні труднощі, пов'язані з визначенням премій за інфляцію та ризик. Інфляція враховується за допомогою використання формули Фішера, яка встановлює взаємозв'язок між реальною та номінальною вартістю грошей:

$$R_i = (1 + R) \times (1 + i) - 1 \quad (1),$$

де  $R_i$  — ставка дисконту (коефіцієнт) з урахуванням інфляції;

$R$  — ставка дисконту (коефіцієнт) без урахування інфляції;

$i$  — середньорічний індекс інфляції (коефіцієнт) [3, с. 233].

Проте, як слушно зауважує Стецюк П., "такий підхід прийнятний у випадку однорідної інфляції. В умовах так званої "структурної інфляції", яка характерна для економік більшості пострадянських країн, він може призвести до суттєвих помилок та підстав для ухвалення неадекватних інвестиційних рішень" [19].

Метод, який враховує в нормі дисконту систематичний варіаційний ризик, будується на моделі оцінки капітальних

Таблиця 1. Рекомендований розмір премії за ризик

Група інвестицій	Поправка на ризик
Замішуючі інвестиції – категорія 1 (нові машини і обладнання, транспортні засоби тощо, які будуть виконувати в основному ті ж функції, що й старе обладнання, що замінюється)	0
Замішуючі інвестиції – категорія 2 (нові машини і обладнання, які замінюють старе обладнання, але є технологічно більш досконаліми, потребують вищої кваліфікації працівників, інших виробничих підходів тощо)	0,03
Замішуючі інвестиції – категорія 3 (нові потужності, які замінюють старі потужності, нові заводи на тому ж чи іншому місці)	0,06
Нові інвестиції – категорія 1 (нові потужності чи пов'язане обладнання, з допомогою якого будуть вироблятися чи продаватися ті продукти, які вже вироблялись)	0,05
Нові інвестиції – категорія 2 (нові потужності або машини для виробництва чи продажу виробничих ліній, які тісно пов'язані з існуючими виробничими лініями)	0,08
Нові інвестиції – категорія 3 (нові потужності чи машини, чи придбання інших форм для виробництва чи продажу виробничих ліній, які не пов'язані з первісною діяльністю компанії)	0,15
Інвестиції в НДР – категорія 1 (прикладні НДР, спрямовані на певні специфічні цілі)	0,10
Інвестиції в НДР – категорія 2 (фундаментальні дослідження, мета яких може бути поки що точно не визначена і результат точно не відомий)	0,20

Джерело: [14, с. 339; 6, с. 31].

активів (CAPM). Загалом дисконт поділяється на безризикову та ризикову складові. Безризикова складова відповідає нормі дохідності безризикових інвестицій. Ризикова складова пов'язана з коливанням цін на ресурси та зміною доходностей фінансових інструментів. Таким чином, норма дисконту розраховується за формулою:

$$r^* = r_f + \beta(r_m - r_f) \quad (2),$$

де  $r_f$  — норма дохідності безризикових інвестицій;

$r_m$  — середньоринкова доходність;

$\beta$  — фактор ризику [3, с. 491; 16, с. 347].

У промислово розвинених країнах безризикова ставка приймається на рівні 3—4%, що відповідає реальній прибутковості довгострокових урядових облігацій США. До цієї ставки додаються премія за ризик країни та премія за інші можливі ризики. В Україні рекомендується за основу безризикової ставки брати ставку за депозитними вкладками юридичних осіб у найнадійніших банках. Ця ставка включає безризикову ставку та ставку за ризик, пов'язаний з інвестиціями в економіку України [7, с. 273—274].

У праці [9, с. 103—104] вказано, що можна також використовувати безризикову ставку для західних компаній, але в цьому випадку необхідно обов'язково додати до неї ризик країни з метою врахування реальних умов інвестування, що існують в Україні. Зауважимо, що практичні рекомендації з врахування ризику країни в дисконтній ставці відсутні.

Найбільш складною проблемою практичного застосування методу CAPM є визначення коефіцієнта  $\beta$ , який є показником ризику конкретної компанії. Якщо показник  $\beta = 0$ , то активи компанії абсолютно безризикові; якщо  $\beta = 1$ , то активи даного підприємства відповідають середньоринковому ризику. Якщо для конкретного підприємства  $0 < \beta < 1$ , це підприємство менш ризикове порівняно з середньоринковим ризиком, якщо  $\beta > 1$ , то підприємство має високий ступінь ризику [16, с. 347].

Чилій О. зауважує, що зазвичай коефіцієнти встановлюються "за аналогією", з використанням історичних даних про дохідність діючих підприємств, які реалізують аналогічні проекти [24, с. 115]. В деяких західних країнах друкують спеціальні довідники, що містять показник для більшості великих фірм. Проте вітчизняний фондовий ринок недостатньо розвинений, має коротку історію, тому гостро відчувається нестача такої інформації.

Балацький О., Теліженко О., Соколов М. вважають, що при оцінці інвестиційних проектів більш доцільним є визначення галузевого коефіцієнта  $\beta$ , оскільки при цьому можна одержати найбільш імовірну оцінку, що відповідає середньому значенню. Названі автори, опрацювавши статистичні дані зміни цін акцій 70 великих промислових компаній за 1995—1997 р., розрахували  $\beta$ -коефіцієнти для семи галузей України (нафтовидобувна — 0,25; нафтогазовидобувна — 0,73; важке машинобудування — 2,1; газодобувна — 0,71; телекомунікації — 0,75; автомобілебудування — 1,88; приладобудування — 0,65) [2, с. 146—151].

На нашу думку,  $\beta$ -коефіцієнт повинен розраховуватись для конкретного підприємства, адже навіть якщо підприємства і реалізують схожі проекти, на їх ризиковість впливати-

ме багато інших факторів, а саме: структура капіталу, ступінь диверсифікації виробництва та інші.

Показник  $\beta$  пропонується визначати наступним чином: порівняти за кілька років дані прибутковості конкретного підприємства і середню ринкову прибутковість, побудувати пряму лінійну регресійну залежність, яка відобразить кореляцію прибутковості підприємства і середньої ринкової прибутковості. Регресійний коефіцієнт цієї залежності є основою для оцінки  $\beta$ -фактора [16, с. 347].

Мазур І., Шапіро В., Ольдерогге Н. наголошують на тому, що розмір премії за ризик встановлюється експертно. Як аналог пропонують використання зарубіжних рекомендацій (табл. 1). Така ж таблиця наведена в праці [6, с. 31], проте автори вважають, що використання зарубіжних рекомендацій недоречно в мінливих умовах перехідних економік.

Кольцова І. та Рябих Д. описують шкалу ризикових премій, наведену в "Положенні про оцінку ефективності інвестиційних проектів при розміщенні на конкурсній основі централізованих інвестиційних ресурсів бюджету розвитку Російської Федерації" (1997 р.) [16, с. 346] (табл. 2). Україна, на жаль, подібної методики не має.

Проведений аналіз дає можливість стверджувати, що практичне застосування  $\beta$ -методів на нерозвинутому українському ринку ускладнене, тому погоджуємося з Стецюком П., який вважає, що ще досить тривалий час експертний метод оцінки буде домінувати у процесі визначення премії за ризик та премії за інфляцію [19, с. 60].

Окрім того, слід наголосити на тому, що метод CAPM не враховує несистематичного ризику, пов'язаного з конкретним проектом, а також його неможливо використовувати для інноваційних проектів.

Метод кумулятивної побудови ставки дисконту відрізняється від моделі оцінки капітальних активів лише тим, що в структурі цієї ставки до номінальної безризикової ставки позичкового відсотка додається сукупна премія за інвестиційні ризики, що складається з премій за окремі несистематичні ризики, що стосуються саме даного проекту. Як правило, серед факторів ризику інвестування, що виділяються в рамках методу кумулятивної побудови ставки дисконту, оцінюють ризики:

— "ключової фігури" у складі менеджерів підприємства

Таблиця 2. Шкала ризикових премій

Тип проекту	Ризикова премія, %
Вкладення при інтенсифікації виробництва на базі освоєної техніки	3—5
Збільшення обсягів продажу існуючої продукції	8—10
Виробництво і просування на ринок нового продукту	13—15
Вкладення в дослідження та інновації	18—20

Джерело: [16, с. 346].

(або контролюючих його інвесторів) — ризики відсутності такої або її непередбачуваності, невідконтрольності, некомпетентності і т. ін.;

— недостатньої диверсифікованості ринків збуту підприємства, джерел придбання покупних ресурсів, продукції підприємства;

— контрактів, що укладаються підприємством для реалізації продукції, включаючи ризики несумлінності, неплатоспроможності, а також юридичної недієздатності контрагентів за контрактами;

— вузькості набору джерел фінансування (особливо у випадках не формування належного амортизаційного фонду і його недовикористання як найважливішого джерела самофінансування);

— фінансової нестійкості фірми (ризики недостатнього забезпечення обороту власними оборотними коштами, недостатнього покриття короткострокової заборгованості оборотом) тощо [9, с. 104—105]. Проте, практичні рекомендації з визначення абсолютних розмірів премій за конкретні види ризику відсутні.

Математично спосіб кумулятивної побудови можна дати у вигляді формули:

$$r = r_{\text{баз}} + \sum_{i=1}^n k_i \quad (3),$$

де  $r_{\text{баз}}$  — базова безризикова ставка дисконту;

$k_i$  — компенсація за  $i$ -й ризик;

$n$  — кількість врахованих ризиків.

Досить суттєві уточнення щодо специфіки використання даного методу розрахунку дисконтної ставки наводяться у праці [21, с. 107]: безризикова ставка дорівнює депозитній ставці комерційних банків з урахуванням того, що: 1) депозит є валютним; 2) сума депозитного вкладу співмірна з розміром чистого операційного потоку капіталу; 3) термін отримання чистого операційного потоку капіталу від використання об'єкта співмірний зі строком депозитного вкладу; 4) умови депозиту відповідають угодам з юридичними особами; 5) загальна безризикова дисконтна ставка розраховується як середня між аналітичними ставками провідних банків країни.

Гетьман О., Шаповал В. вважають, що, використовуючи кумулятивний метод побудови ставки дисконту, слід враховувати такі види ризику: розмір підприємства (ризикова премія 0—5%); якість менеджменту (0—5%); територіальна та виробнича диверсифікованість підприємства (0—5%); структура капіталу (0—5%); диверсифікованість клієнтури (0—5%); стабільність отримання прибутків та ступінь вірогідності їх отримання (0—5%); інші можливі ризики (0—5%) [7, с. 273—274]. На нашу думку, запропоновані в даній праці розміри ризикових премій є недостатньо обґрунтованими.

При фінансуванні інвестиційних проектів через європейські валютні ринки на стандартних умовах залучення капіталу для розрахунку ставки дисконту рекомендується застосовувати метод ставки LIBOR, за яким ставка дисконту розраховується за формулою:

$$r = \text{LIBOR} + \beta_k (1...2\%) \quad (4),$$

де LIBOR — вартість продажу грошей на європейських валютних ринках;

$\beta_k$  — рівень ризику країни [21, с. 109].

LIBOR (London Interbank Offered Rate — Лондонська

міжбанківська ставка пропозиції) є відсотковою ставкою, за якою одні банки позичають грошові кошти в інших банків на Лондонському міжбанківському ринку. LIBOR, який щодня розраховується Британською Банківською Асоціацією, є найбільш поширеним індексним показником короткострокових відсоткових ставок. Фіксинг LIBOR розраховується за сімома базовими валютами: GBP, USD, JPY, CHF, CAD, AUD, EUR. LIBOR фіксується на різноманітні строки: overnight, 1 тиждень, 2 тижні, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12 місяців по кожній валюті.

Станом на 28 серпня 2009 року ставка LIBOR мала значення, відображені в таблиці 3.

Зміна ставки LIBOR є індикатором довіри банків до того чи іншого виду валюти, а також економічної ситуації в світі.

Якщо з визначенням конкретної ставки LIBOR все зрозуміло, то яким чином визначити рівень ризику країни у відсотках та ще й в діапазоні від 1 до 2% не зовсім зрозуміло.

Слід зауважити, що дослідницький центр The Economist Intelligence Unit (аналітичний підрозділ британського журналу Economist) регулярно розраховує та публікує індекс "Ризик інвестування". За підсумками жовтня 2009 р. Україна за рівнем ризику належить до групи ССС — країн, що мають сумнівний потенціал і схильність до дотримання зобов'язань. Її показник становить 66 балів при найвищому 100 балів. Прикро, але уже звичним стало порівняння України з найбіднішими країнами світу. Зокрема, найближче до України за рівнем ризику у вказаному рейтингу знаходяться Гондурас (66 балів) та Кенія (67 балів) [26].

Більшість економістів вважає, що ставки дисконтування для позитивних і негативних грошових потоків повинні бути однаковими. Проте є й інші погляди на цю проблему. Зокрема, Ковальов В. зазначає: якщо проектом передбачається не разова інвестиція, а послідовне інвестування фінансових ресурсів упродовж  $n$  років, то формула для розрахунку NPV модифікується так:

$$NPV = \sum_{k=1}^n \frac{P_k}{(1+r)^k} - \sum_{k=1}^m \frac{IC}{(1+i)^k} \quad (5),$$

де  $r$  — ставка дисконтування;

$i$  — прогнозований середній рівень інфляції [12, с. 200—201].

Яструбецька Л. наводить думку Коупленда Т., Коллера Т. і Муріна Д., які вважають, що кожному грошовому потоку, у тому числі й негативному, властивий свій рівень ризику, а отже, дисконтуватися кожен із них повинен за своєю ставкою [25, с. 106]. Проте на практиці, на нашу думку, визначити рівень ризику для кожного грошового потоку неможливо, це тільки ускладнить розрахунки та зробить їх дуже громіздкими.

## ВИСНОВКИ

Виконаний аналіз методів розрахунку ставки дисконту показав, що в економічній літературі наявна значна кількість різноманітних рекомендацій (часто діаметрально протилежних), які стосуються даної проблеми. Це свідчить про актуальність розглянутого питання для теоретиків та практиків інвестиційного менеджменту.

З метою підвищення об'єктивності прогнозу оцінки ефективності інвестиційних проектів за рахунок обґрунтованого вибору дисконтної ставки запропоновано:

1) виважено підходити до визначення дисконтної ставки, яка має ґрунтуватися на дохідності альтернативних доступних напрямів інвестування;

2) визначити дисконтну ставку з урахуванням трьох ком-

понентів: безризикового доходу, премії за інфляцію, премії за ризик;

3) у якості безризикового доходу використовувати середню між аналітичними ставками провідних банків країни ставку за депозитними валютними вкладками юридичних осіб з урахуванням того, що сума депозитного вкладу співмірна з розміром чистого грошового потоку, що очікується від реалізації проекту, а термін отримання чистого операційного потоку капіталу від використання об'єкта співмірний зі строком депозитного вкладу;

4) премію за інфляцію встановлювати з використанням формули Фішера, беручи до уваги структурну інфляцію, яка характерна для економіки сучасної України;

5) для визначення премії за ризик на даному етапі можна скористатись даними табл. 2, оскільки і Росія, і Україна є країнами з перехідною економікою;

6) численні методи розрахунку ставки дисконту не містять строго обґрунтованих правил, ґрунтуються на досить абстрактних концепціях, які складно виразити кількісно, тому необхідно провести дискусію з питань термінології та методології з залученням провідних науковців та інвестиційних менеджерів, за результатами якої доцільно прийняти національні стандарти інвестиційного аналізу.

Врахування вказаних пропозицій сприятиме підвищенню об'єктивності оцінки прогнозованої ефективності інвестиційних проектів в умовах трансформаційної економіки України.

#### Література:

1. Аптекар С. Оцінка ефективності інвестиційних проектів / С. Аптекар // Економіка України. — 2007. — № 1. — С. 42—49.
2. Балацький О.Ф. Управління інвестиціями: навч. посіб. / О.Ф. Балацький, О.М. Теліженко, М.О. Соколов. — 2-ге вид., перероб. і доп. — Суми: Унів. книга, 2004. — 232 с.
3. Бирман Г. Капиталовложения: Экономический анализ инвестиционных проектов: пер. с англ. / Г. Бирман, С. Шмидт С.; под ред. Л. П. Белых. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2003. — 631 с.
4. Бочаров В. В. Инвестиции: учеб. [для вузов] / В. В. Бочаров. — 2-е изд. — СПб.: Питер, 2008. — 384 с.
5. Бромвич М. Анализ экономической эффективности капиталовложений: пер. с англ. / М. Бромвич — М.: ИНФРА-М, 1996. — 432 с.
6. Виленский П.Л. Как рассчитать эффективность инвестиционного проекта. Расчет с комментариями / П.Л. Виленский, С.А. Смоляк, В.Н. Лившиц. — М.: Ин-т промышленного развития (Информэлектро), 1996. — 148 с.
7. Гетьман О.О. Економіка підприємства: навчальний посібник для студентів вищих навчальних закладів / О.О. Гетьман, В.М. Шаповал. — К.: Центр навчальної літератури, 2006. — 448 с.
8. Довганюк Л.В. Методичні підходи до визначення ефективності капітальних вкладень / Л.В. Довганюк // Інвестиції: практика та досвід. — 2004. — №24. — С. 18—23.
9. Добикіна О.К. Потенціал підприємства: формування та оцінка: навчальний посібник / О.К. Добикіна, В.С. Рижиков, С.В. Касьянюк, М.Є. Кокотько, Т.Д. Костенко, А.А. Герасимов. — К.: Центр учбової літератури, 2007. — 208 с.
10. Ендовицкий Д.А. Инвестиционный анализ в реальном секторе экономики: учеб. пособие / Д.А. Ендовицкий; под ред. Л.Т. Гиляровской. — М.: Финансы и статистика, 2003. — 352 с.
11. Катеринич М.Б. Анализ та оцінка інвестиційних проектів / М.Б. Катеринич // Інвестиції: практика та досвід. — 2007. — № 16. — С. 11—17.
12. Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление ка-

Таблиця 3. Ставка LIBOR станом на 28.08.09

28.08.09	EUR	USD	GBP	JPY	CHF	CAD	AUD
s/n-o/n	0,26875	0,22938	0,50750	0,12125	0,06000	0,27000	3,03750
1w	0,30500	0,24875	0,52000	0,14000	0,08167	0,29000	3,07250
2w	0,33500	0,25438	0,52563	0,15625	0,09667	0,29833	3,09625
1m	0,42750	0,25875	0,53375	0,20000	0,12000	0,30167	3,25875
2m	0,63000	0,28000	0,56625	0,30063	0,21500	0,41667	3,32375
3m	0,79563	0,34750	0,69000	0,39063	0,31667	0,55667	3,40000
4m	0,89750	0,52000	0,76875	0,48125	0,34667	0,71333	3,57375
5m	0,98750	0,66750	0,83500	0,54250	0,38000	0,87000	3,77000
6m	1,07688	0,75500	0,90688	0,59875	0,42667	1,05500	3,93750
7m	1,11500	0,86750	0,96250	0,65750	0,47833	1,12833	4,11500
8m	1,16500	0,97188	1,01375	0,70250	0,53000	1,19000	4,29500
9m	1,20313	1,06500	1,07000	0,73750	0,57500	1,25667	4,49250
10m	1,23813	1,15125	1,12375	0,76125	0,62833	1,35333	4,63000
11m	1,26875	1,23750	1,17625	0,78438	0,68333	1,45333	4,73750
12m	1,30000	1,33000	1,22625	0,81500	0,72833	1,55167	4,86250

Джерело: [www.bbalibor.com].

питалом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности / В.В. Ковалев. — М.: Финансы и статистика, 1995. — С. 200—201.

13. Коваль Н.В. Удосконалення підходів до оцінки ефективності інвестиційних проектів / Н.В. Коваль // Інвестиції: практика та досвід. — 2008. — №3. — С. 17—21.

14. Мазур И.И. Управление проектами: учеб. пособие [для студентов, обучающихся по специальности 06 1100 "Менеджмент организаций"] / И.И. Мазур, В.Д. Шапиро, Н.Г. Ольдерогге; под общ. ред. И. И. Мазура. — 4-е изд., стер. — М.: Омега-Л, 2007. — 664 с.

15. Методика визначення економічної ефективності витрат на наукові дослідження і розробки та їх впровадження у виробництво [Електронний ресурс]: наказ М-ва економіки та з питань європ. інтеграції України і М-ва фінансів України від 25.09.2001 р. №218/446. — Режим доступу: <http://www.zakon1.rada.gov.ua>

16. ООО "Альт-Инвест" Практика финансовой диагностики и оценки проектов / ООО "Альт-Инвест", И.В. Кольцова, Д.А. Рябых. — М.: Вильямс, 2007. — 416 с.

17. Орлов П. Оцінка ефективності інвестицій / П. Орлов // Економіка України. — 1997. — № 1. — С. 30—36.

18. Савчук В.П. Анализ и разработка инвестиционных проектов: учеб. пособие / В.П. Савчук, С.И. Прилипко, Е.Г. Величко. — Киев: Абсолют-В; Эльга, 1999. — 304 с.

19. Стецюк П.А. Дискусійні питання методології інвестиційного аналізу / П.А. Стецюк // АгроІнКом. — 2006. — №2. — С.57—63.

20. Тарасенко Н.В. Економічний аналіз діяльності промислового підприємства / Н.В. Тарасенко. — 2-ге вид., стер. — К.: Алерта, 2003. — 485 с.

21. Федонін О.С. Потенціал підприємства: формування та оцінка: навч. посібник — Вид. 2-ге, без змін / О.С. Федонін, І.М. Репіна, О.І. Олексюк. — К.: КНЕУ, 2006. — 316 с.

22. Фінансовий менеджмент: навчальний посібник / За ред. проф. Г. Г. Кірейцева. — Київ: ЦУЛ, 2002. — 496 с.

23. Хотомлянский А.Л. Совершенствование методики определения экономической эффективности капитальных вложений / А.Л. Хотомлянский, П.А. Знахуренко // Актуальные проблемы экономики. — 2007. — №3 (69). — С. 155—161.

24. Чилий О.В. Обґрунтування норми дисконту в оцінці інвестиційних проектів / О.В. Чилий // Фінанси України. — 2001. — №8. — С. 112—116.

25. Яструбецька Л.С. Грошові потоки в оцінці інвестиційного проекту підприємства / Л.С. Яструбецька // Фінанси України. — 2005. — С. 101—109.

26. [www.eiu.com/site\\_info.asp?info\\_name=sovereign\\_ratings](http://www.eiu.com/site_info.asp?info_name=sovereign_ratings)

27. [www.bank.gov.ua/SDDS/Dates/dates.htm](http://www.bank.gov.ua/SDDS/Dates/dates.htm)

28. [www.bbalibor.com](http://www.bbalibor.com)

Стаття надійшла до редакції 10.02.2010 р.