УДК 330.322(477)

І.С. Шкура

ПРАГМАТИКА ЗАСТОСУВАННЯ МЕТОДІВ ОЦІНКИ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ В УКРАЇНСЬКИХ РЕАЛІЯХ

В статті приділено увагу прагматичним аспектам застосування різноманітних методів оцінки інвестиційних проектів з урахуванням реалій української економіки. Від застосованих методів оцінки інвестиційних проектів залежить міра обґрунтування інвестиційних рішень, що приймаються, і, в кінцевому підсумку, фінансовий результат діяльності суб'єкта господарювання. З прийняттям інвестиційних рішень стикаються будь-які підприємства, міські та державні органи влади, міжнародні організації та інституції. Розглянуто характеристики статичних та динамічних методів оцінки інвестиційних проектів. Зосереджено увагу на визначенні ставки дисконтування грошових потоків за проектами, класичними підходами та з урахуванням поточної ситуації в країні. Обґрунтовано застосування динамічних методів оцінки інвестиційних проектів з використанням дисконтної ставки на рівні середньої доходності доступних альтернатив вкладення капіталу принаймні для збереження інвестиційного капіталу та підтримання вартості бізнесу.

***Ключові слова**: інвестиційні проекти, статичні та динамічні методи оцінки інвестиційних проектів, ставка дисконтування, безризикова ставка, вартість власного капіталу, премія за ризик країни.*

Інвестиції – це запорука розширеного відтворення, необхідна умова розвитку як підприємств, так і економік країн. Від якості прийнятих інвестиційних рішень залежить кінцевий результат діяльності. З прийняттям інвестиційних рішень стикаються будь-які підприємства, міські та державні органи влади, міжнародні організації та інституції. Рівень обґрунтування прийнятих інвестиційних рішень залежить від методів, що застосовуються.

З іншого боку, доцільність застосування різних методів оцінки інвестиційних проектів, їх практична привабливість, певна специфіка застосування обумовлюються станом економіки країни, рівнем та стадією розвитку фінансового ринку, характеристиками ризиків, що притаманні країні, підприємству на момент проведення оцінки та період реалізації інвестиційного проекту.

У науковій літературі питання оцінки ефективності інвестиційних проектів розкриті доволі широко. Серед найсуттєвіших у цьому контексті варто відзначити праці В. Беренса, Р. Брейлі, У. Готце, А. Дамодарана, Т. Коллера, Т. Коупленда, У. Шарпа, а також вітчизняних фахівців, які вивчають питання застосування різних методів прийняття інвестиційних рішень, В. Савчук, О. Терещенко, І. Бланк, В. Віленський, Т. Майорова, А. Мертенс, А. Пересада.

Відзначаючи велику значущість доробок цих авторів, зазначимо що поза увагою дослідників залишаються практичні аспекти застосування сукупності методів, які залежать великою мірою від умов функціонування еко-

© І.С. Шкура, 2016

номіки, що, у свою чергу, впливають на реалістичність застосовуваних припущень, вигляд моделі оцінки ефективності, визначення вартісних показників змінних, що враховуються при прийнятті інвестиційних рішень.

Метою статті є обґрунтування застосування методів оцінки інвестиційних проектів з урахуванням українських реалій, що впливають на прийняття інвестиційних рішень.

Згідно з класичним підходом до оцінки інвестиційних проектів вирізняють дві групи методів: статичні і динамічні. За статичними методами не беруть до уваги вартість грошей у часі. Серед найвідоміших статичних методів використовуються період окупності, норма рентабельності, метод порівняння витрат, метод порівняння прибутків.

До переваг цих методів належить відносна простота їх використання. Але той факт, що статичні методи ігнорують вартість грошей у часі, не дозволяє їх виключне використання з метою прийняття інвестиційних рішень. Ці методи сфокусовані на єдиному фінансовому показнику при ігноруванні інших. Ефективність інвестиційних проектів може бути абсолютною (коли здійснюється оцінка єдиного проекту або незалежних проектів) та відносною (коли порівнюються альтернативні проекти для прийняття інвестиційного рішення).

При цьому оцінка інвестиційних проектів базується на певних припущеннях: вихідні дані та їх взаємозв'язки відомі з певною точністю; всі релевантні ефекти можуть бути виокремлені, віднесені до певного інвестиційного проекту та прогнозовані у вигляді грошових потоків; жодного взаємовідношення не існує між проектами альтернативних інвестицій, що аналізуються, крім їх взаємної винятковості; рішення щодо фінансування або виробництва приймаються перед інвестиційним рішенням; життєвий цикл проекту визначений [1].

Таким чином, аналіз лише середніх показників знижує корисність отриманих результатів оцінки ефективності інвестиційних проектів.

Якість проведених оцінок ефективності проектів залежить від надійності зроблених прогнозів. І це, власне, є загальним коментарем для всіх методів оцінки інвестиційних проектів. Основним недоліком саме статичних методів якраз і є їхня статичність, тобто при їх застосуванні не можливо врахувати те, що грошові потоки виникають в різні періоди часу та мають різну вартість у часі.

Друга група методів оцінки інвестиційних проектів – методи, що базуються на дисконтуванні грошових потоків і, таким чином, враховують концепцію зміни вартості грошей у часі – динамічні методи. Динамічні методи можуть застосовувати дисконтні або нарощені грошові потоки: метод чистої приведеної вартості (Net Present Value), метод дисконтованого періоду окупності (Discounted payback Period), метод внутрішньої норми доходності (Internal Rate of Return), метод модифікованої норми доходності (Modified Internal Rate of Return), метод майбутнього значення (Compound Value Method), метод критичних боргових ставок (Critical Debt Interest Rate Method) (табл. 1).

Серед зазначених дисконтних методів оцінки інвестиційних проектів більш відомими є метод чистої приведеної вартості (NPV-метод), метод дис-

контованого періоду окупності (DPB-метод), метод внутрішньої норми доходності (IRR- та метод модифікованої норми доходності (MIRR-метод). Ці методи більш широко застосовуються у практиці оцінки інвестиційних проектів порівняно зі статичними методами та методами, базованими на нарощених грошових потоках. але варто зазначити що вони, по-перше, базуються на певних припущеннях, по-друге, при їх застосуванні потрібно враховувати «вузькі місця», специфіку та деякі обмеження застосування для різних проектів. На цих «вузьких місцях», специфічних аспектах застосування динамічних методів оцінки інвестиційних рішень зосередимося далі.

Таблиця 1

Узагальнення основних динамічних методів оцінки інвестиційних проектів

Метод	Сутність	Формула розрахунку
Метод чистої приведеної вартості	Показує, скільки в абсолютному вимірі отримає інвестор понад норму дисконтування	$NPV = \sum_{k=0}^{n} \frac{CF_k}{(1+r)^k}$
Метод дисконтованого періоду окупності	Визначає період часу, необхідний для відшкодування початкових інвестиції з урахуванням фактора часу	$C_0 = \sum_{k=0}^{DPB} \frac{CF_k}{(1+r)^k}$
Метод внутрішньої норми доходності	Показує верхню припустиму межу рівня дисконтної ставки, перевищення якої робить проект збитковим	$\sum_{k=1}^{n} \frac{CF_k}{(1+IRR^k)} = CF_0$
Метод модифікованої норми доходності	Передбачає знаходження такої внутрішньої норми доходності, яка зрівнює поточну оцінку інвестиційних витрат та майбутню вартість грошового потоку за проектом і розраховується при визначеній відсотковій ставці	$\sum_{k=0}^{n} \frac{CF_k -}{(1+r)^k} = \frac{\sum_{k=0}^{n} CF_k + (1+r)^{n-k}}{(1+MIRR)^n}$
Метод майбутнього значення	Майбутнє значення – це загальне чисте значення нарощених грошових потоків за результатами інвестиційного проекту на кінець його життєвого циклу	** $CV_{k+} = \sum_{k=0}^{n} NCF_{k+} \cdot (1+c)^{K-k}$, $CV_{k-} = \sum_{k=0}^{n} NCF_{k-} \cdot (1+d)^{K-k}$, $CV_K = CV_{K+} + CV_{K-}$ $CV_K = NCF_K + \{CV_{K-1} \cdot (1+c), для CV_{K-1} \geq 0$ *** $CV_{K-1} \cdot (1+d), для CV_{K-1} \prec 0$

Метод	Сутність	Формула розрахунку
Метод критичних боргових ставок	Показує зароблені відсотки на вкладений капітал за кожен період інвестиційного проекту при заданій ставці відсотка	$d_c \approx d_1 + \frac{CV_1}{CV_1 - CV_2} \cdot (d_2 - d_1)$ *CV* 1,2 – розраховані майбутні вартості при боргових ставках *d*1 та *d*2 відповідно
де *k* – період проекту *n* – період тривалості проекту *CFk* – грошовий потік *k*-го періоду *r* – ставка дисконтування *d* – боргова ставка відсотка (the debt interest rate) для нарощування вихідних грошових потоків *c* – кредитна відсоткова ставка (credit interest rate) для нарощування вхідних грошових потоків *CF k* – вихідні грошові потоки *CF k*+ – вхідні грошові потоки		

*Складено автором на основі [1], [2], [3].

**Заборонене сальдо рахунку (prohibited account balancing), при якому не дозволяється виплачувати кредит за рахунок вхідних грошових потоків протягом життєвого циклу проекту.

***Обов'язкове сальдо рахунку (mandatory account balancing), при якому вважається за необхідне погашати борги за рахунок будь-яких чистих грошових надходжень. Докладно див. [1].

Припущення при застосуванні динамічних методів оцінки інвестиційних проектів такі:

– інвестиційний проект має бути поданий як сукупність очікуваних грошових потоків (додатних чи від'ємних) протягом всього життєвого циклу проекту;

– всі ефекти від альтернативних інвестиційних проектів відображені в цих грошових потоках, інші ефекти не розглядаються;

– всі грошові потоки можуть бути прогнозовані та віднесені до певного періоду часу.

NPV-метод є одним з найбільш розповсюджених і таким, що широко застосовується в практичній діяльності підприємств. Щодо загальної характеристики його переваг зазначимо такі: відносно простий розрахунок показника, що базується на навичках дисконтування грошових потоків; результати застосування методу більш реалістичні порівняно зі статичними методами оцінки.

Недоліки NPV-методу: як правило, потрібні декілька видів прогнозних значень показників (вихідних інвестицій, всіх майбутніх грошових потоків, життєвого циклу проекту, ліквідаційної вартості, сум робочого капіталу, що вивільняється наприкінці проекту, ставки дисконтування). Зазначимо, що ці недоліки притаманні всім динамічним методам оцінки інвестиційних проектів.

Припущення для застосування методу чистої приведеної вартості такі:

а) Один цільовий показник вважається прийнятним. Але ж рентабельність інвестиційних проектів часто залежить від кількох цільових показни-

ків. Тобто одного цільового показника для прийняття інвестиційного рішення може бути недостатньо для прийняття рішень. У такому випадку можуть бути використані багатокритеріальні методи [1, с. 169].

б) Життєвий цикл проекту визначено перед застосуванням NPV-методу, і він є доцільним.

в) Інші відповідні рішення (такі, що стосуються фінансування і виробництва) зроблені до прийняття інвестиційного рішення з тим, щоб мати можливість прогнозувати грошові потоки для окремих інвестиційних проектів. Насправді, такі рішення приймаються паралельно, і складно віднести певні грошові потоки до конкретного інвестиційного проекту. У такому випадку мають застосовуватися моделі для одночасного прийняття рішень, які можуть привести до загального оптимального рішення [1, с. 221].

г) Використовуються точні дані. Важко уявити 100%-ий правильний прогноз за даними проекту. Тому треба брати до уваги критерій невизначеності при прогнозуванні грошових потоків за більш важливими інвестиційними проектами [1, с. 261].

д) Грошові потоки можуть бути віднесені до конкретних періодів часу (на кінець або на початок року). Але ж це не завжди відповідає дійсності, тому що грошові потоки за проектами можуть виникати в будь-який час. Точність розрахунків можливо підвищити, зменшивши періоди прогнозування до кварталу або місяця (або навіть тижня чи дня) та відкоригувавши відповідно ставки дисконтування. Це дозволить підвищити точність розрахунків, але й підвищить складність розрахунку.

е) Всі поточні та майбутні інвестиції, які визначені не точно, будуть приносити відповідну доходність, що дорівнює єдиній ставці дисконту. Це припущення певною мірою віддалене від реальності, тому що з великою ймовірністю майбутні інвестиції забезпечать доходність, яка буде відрізнятися від ставки дисконтування, інвестори будуть розглядати різні можливості вкладення капіталу у більш вигідні проекти.

є) Існує досконалий ринок капіталу. При цьому припущенні розуміється, що кредити можуть бути взяті і фінансові інвестиції зроблені у будь-який момент часу, у будь-яких сумах, гарантуючи доходність на рівні єдиної (уніфікованої) ставки дисконтування. Зрозумілим є те, що такого досконалого ринку не існує.

ж) Ставка дисконтування може змінюватися за період життєвого циклу проекту. Визначення ставки дисконтування заслуговує на окрему увагу через контроверсійність підходів до її визначення, з одного боку, та через специфіку вітчизняної економіки у сучасних умовах – з іншого.

Проблеми розрахунку ставки дисконтування у країнах, що розвиваються та ще і перебувають у стані фінансової кризи, пов'язана з визначенням безризикової ставки, середньоринкової премії за ризик, застосуванням розрахункових моделей для визначення вартості власного капіталу.

Зрозуміло, що ставка дисконтування потребує адекватного розрахунку та обґрунтування, тому що є одним з ключових змінних параметрів в моделях оцінки доцільності інвестиційних проектів та в разі неадекватного визначення може суттєво вплинути на характер інвестиційного рішення. Спосіб розрахунку ставки дисконтування обумовлений цілями і сферою її засто-

сування: чи для оцінки справедливої вартості фінансових інструментів, або у банківській діяльності для відшкодування можливих втрат за окремими видами активних банківських операцій, або ж в вирішенні питань фінансового менеджменту підприємств – визначенні справедливої вартості фінансових інвестицій у корпоративні права підприємств, що не мають обігу на фондовому ринку, розрахунку ефективності інвестиційних проектів, вартості бізнесу, розрахунку вартісно-орієнтованих показників. При оцінці інвестиційних проектів найбільш прийнятним способом визначення ставки дисконтування є розрахунок її як середньозваженої вартості капіталу (WACC – Weighted average Cost of Capital). Показник WACC при відносній простоті розрахунку є дійсно комплексним показником, що враховує структуру капіталу бізнесу (або проекту), тобто відображає і позицію менеджменту до управління структурою капіталу, реальну кредитоспроможність підприємства та вартість елементів капіталу, що використовується, а самі ці складові вартості формуються ще під впливом багатьох чинників як внутрішнього, так і зовнішнього характеру.

Перша проблема, що виникає при обчисленні ставки дисконтування – проблема рециркуляції [4, с. 62]. Вона є актуальною при визначенні ринкової вартості капіталу підприємства, для чого необхідна ставка дисконтування. При застосуванні методів оцінки ефективності інвестиційних проектів такої проблеми не виникає, тому що структура капіталу береться як цільова з урахуванням політики управління капіталом підприємства.

Наступним елементом, що потребує визначення та впливає на ставку дисконтування у разі її прийняття на рівні середньозваженої вартості капіталу, є вартість власного капіталу, яка визначається за різними моделями та найчастіше потребує даних щодо ринкової вартості акцій компанії. І через це виникають певні обмеження щодо їх застосування для вітчизняних підприємств. Однією з найбільш розповсюджених для застосування моделей оцінки вартості власного капіталу є цінова модель капітальних активів (CAPM), базовим елементом в якій є безризикова ставка. І саме її рівень заслуговує на окрему увагу у сучасних умовах функціонування вітчизняної економіки. У вітчизняній практиці при прийнятті інвестиційних рішень безризикова ставка приймається на рівні доходності за державними облігаціями, ставки рефінансування Національного банку України або середньої ставки за депозитами у найбільш рейтингових банках.

Рівні і динаміку так званих «безризикових» орієнтирів наведено в табл. 2, 3.

Таблиця 2

Динаміка облікової ставки НБУ, 2009-2016 рр., %*

25.09.15-	28.08.15-25.09.15	04.03.15-27.08.15	06.02.15-03.03.15	13.11.14-05.02.15	17.07.14-12.11.14	14.04.14-16.07.14	13.08.13-14.04.14	10.06-13-12.08.13	23.03.12-09.06.13	10.08.10-22.03.12	08.07.10-09.08.10	08.06.10-07.07.10	12.08.09-07.06.10
22	27	30	19,5	14	12,5	9,5	6,5	7	7,5	7,75	8,5	9,5	10,25

*Складено за даними [5].

Таблиця 3

Середньозважена доходність ОВДП, номінованих у гривні (первинний ринок), %*

Січень 2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
6,25	13,07	13,44	13,13	12,94	9,17	12,48

*Складено за даними nbuv.gov.ua

Середньозважена доходність середньострокових ОВДП, номінованих у гривні, на вторинному біржовому ринку у січні-лютому 2016 р. коливалася у межах від 6,73 до 22,08%.

Щодо суверенних кредитних рейтингів країни, зазначимо, що у період з 2014 р. суверенні рейтинги України та її боргових зобов'язань суттєво погіршилися.

Рейтингове агентство «Standard & Poor's» на початку 2014 р. знизило рейтинг нашої держави в іноземній валюті до «CCC+/C» із «B–/B»; у грудні 2014 р. погіршило довгостроковий рейтинг України у валютних зобов'язаннях до рівня «CCC–» із «CCC», присвоївши рейтингу негативний прогноз, а у квітні 2015 р. знизило довгостроковий суверенний кредитний рейтинг нашої держави в іноземній валюті до «CC» із «CCC–», хоча ж станом на березень 2016 р. рейтинг знаходиться на рівні B-стабільний [6].

Рейтингове агентство «Moody's Investors Service» у січні 2014 р. погіршило рейтинг єврооблігацій України до рівня «Caa2» з «Caa1» з негативним прогнозом і знизило рейтинг нашої держави до «Caa3», яким він і залишається на даний час [7].

Рейтингова агенція «Fitch» у лютому 2015 р. знизила довгостроковий рейтинг нашої держави в іноземній валюті з рівня "CCC" до "CC"; на даний час рейтинг знаходиться на рівні CCC стабільний [8].

Навіть беручи до уваги деякі поліпшення в рівні суверенних рейтингів України, очевидним є віднесення нашої країни до групи країн з високим рівнем кредитного ризику, що є явним сигналом для інвесторів ризику зазнати збитків, враховуючи комплекс несприятливих чинників внутрішнього та зовнішнього характеру [9].

Як зазначають в своїх коментарях та публікаціях самі рейтингові агентства, низький суверенний рейтинг країни впливає негативно на діяльність інших емітентів. Розповсюдження негативного впливу зниження суверенних рейтингів відбувається через різні канали: зниження економічної активності, підвищення ризиків ліквідності та фінансових витрат через зниження впевненості інвесторів та доступності кредитів, відплив капіталу, що, у свою чергу, може привести до банківської або валютної кризи, урядові заходи жорсткої економії, які зменшують або затримують державні виплати і можуть чинити тиск на загальний рівень економічної активності; несприятливі зміни або обмеження у валютних курсах, відсоткових ставках та рівні цін, втручання держави, зміни регулюючих процедур, податкової політики, збільшення ризиків політичної та соціальної нестабільності [10].

Тобто, зважаючи на високий рівень доходності та суттєву волатильність за цими «безризиковими» інструментами, фінансову кризу, вкрай низькі значення суверенних рейтингів України, зазначимо, що вищезгадані підходи щодо визначення безризикової ставки не є доцільними для застосування. Через зазначені факти слід прислухатися до думки компетентних у питаннях оцінки вартос-

ті капіталу науковців, які пропонують застосовувати як безризикову ставку так звану глобальну безризикову ставку на рівні 3-4% у доларах США.

Якщо врахувати все зазначене вище та застосувати в адекватний спосіб модифіковані моделі щодо визначення складових ставки дисконтування, то її рівень буде складати майже 35% у дол. США та 65% у гривні [4], [9]. Стає зрозумілим, що інвестиційні проекти реального сектора економіки реалізовувати буде недоцільно. Але ж тоді постає питання, чи взагалі підприємствам відмовлятися від інвестиційних проектів, не маючи навіть надії зберегти капітал від інфляції та шансу на подальший розвиток підприємств, чи все ж таки провести оцінку інвестиційних проектів без врахування концепції вартості грошей у часі або із застосуванням динамічних методів, приймаючи ставку дисконтування на рівні доступних альтернатив вкладення капіталу (середня ставка за депозитами або середній рівень доходності за проектами). Покладаючись на міркування науковців та прагматику представників бізнесу, висловимо думку на користь останнього варіанта та прийняття позитивного рішення щодо інвестування в разі отримання задовільних показників чистого приведеного значення проекту, внутрішньої норми доходності та окупності в рамках життєвого циклу проекту.

Розглянемо динаміку та структуру капітальних інвестицій у період з 2010 р. по січень 2016 р. (табл. 4). Сучасний стан ринку капітальних інвестицій, на жаль, характеризується як стагнуючий та слабкий, хоча надія на пожвавлення з'явилася з початком 2016 р.

Таблиця 4

Капітальні інвестиції за видами активів за 2010–2016 рр., млн грн*

Показник	2010	2011	2012	2013	2014	01.01.2016
Усього	180575,5	241286	273256	249873	219420	251154,3
Інвестиції у матеріальні активи	173662,8	231910	264854	239394	212035	233593,9
Питома вага у загальному обсязі, %	96,17%	96,11%	96,93%	95,81%	96,63%	93,01%
Житлові будівлі	25753,7	26582,3	34256	36128,9	33177	43497,1
у % до інвестицій у матеріальні активи	14,83%	11,46%	12,93%	15,09%	15,65%	18,62%
нежитлові будівлі	37156,6	49113,5	54772,7	45252,3	40859,7	37252,7
у % до інвестицій у матеріальні активи	21,40%	21,18%	20,68%	18,90%	19,27%	15,95%
Інженерні споруди	39062,6	57935,2	61380,3	51844,2	46599,3	49015,7
у % до інвестицій у матеріальні активи	22,49%	24,98%	23,18%	21,66%	21,98%	20,98%
Машини, обладнання та інвентар	54059,2	71771,4	77015,4	79032,9	68948,8	77340,9
у % до інвестицій у матеріальні активи	31,13%	30,95%	29,08%	33,01%	32,52%	33,11%
Інше	11,34%					
Інвестиції у нематеріальні активи	6912,7	9375,8	8402,3	10479,8	7384,8	14782,4
Питома вага у загальному обсязі, %	3,83%	3,89%	3,07%	4,19%	3,37%	6,99%

*Складено за даними http://www.ukrstat.gov.ua/ [11].

Структура інвестиційних вкладень не рівномірна, найбільший обсяг капітальних інвестицій зосереджено у машинах, обладнанні, інженерних спорудах та житлових та нежитлових будівлях.

Розглянемо інвестиційний проект щодо придбання нежитлової комерційної нерухомості у центральній частині м. Дніпропетровська вартістю 15 млн грн. Загальна площа об'єкта 1000 м^2. Об'єкт планується здавати в оренду за 400 грн/м^2 на місяць. Розрахунок основних показників щодо інвестиційного проекту наведено у табл. 5.

Таблиця 5

Показники інвестиційного проекту

Показник	0	1	2	3	4	5
Чистий грошовий потік	-15000000	4800000	4800000	4800000	4800000	4800000
Множник дисконтування	1,00	1,18	1,39	1,64	1,94	2,29
Дисконтований чистий грошовий потік	-15000000	4067797	3447285	2921428	2475787	2098124
Накопичений дисконтований грошовий потік	-15000000	-10932203	-7484918	-4563490	-2087703	10420,9
NPV, тис. грн	10420,9					
DPB, років	4 р. 11 міс.					
IRR, %	18					

Таким чином, розрахунок динамічних показників ефективності проекту показує його доцільність: внутрішня норма прибутковості дорівнює 18%, чиста приведена вартість проекту більше 0, проект окупається в термін життя проекту до 5 років (4 роки та 11 міс.). Зазначимо, що розрахункова ефективність розглянутого проекту збільшиться у випадку, якщо інвестор планує після 5 років використання продати цей об'єкт в розрахунку на підйом ринку комерційної нерухомості.

Підсумовуючи, зазначимо, що застосування методів оцінки інвестиційних проектів є актуальним питанням. Використання динамічних методів є більш доцільним, ніж статичних, але варто враховувати існування певних припущень щодо їх застосування, які дещо зменшують практичну цінність (значущість) цих методів у класичному варіанті застосування. На особливу увагу заслуговують способи визначення ставки дисконтування в умовах нестабільної економіки, а саме визначення безризикової ставки та вартості власного капіталу. Результати дослідження показали неможливість перенесення практики розвинутих країн на українські реалії та визначення ставки дисконтування в прийнятний для країн зі стабільною економікою спосіб. Через те пропонується застосовувати динамічні методи оцінки інвестиційних проектів, дисконтуючи грошові потоки під середню ставку за депозитами або середню норму доходності за іншими проектами підприємства чи його конкурентів, принаймні поки стан економіки не стабілізується.

Зазначимо можливість використовувати динамічні методи оцінки інвестиційних проектів, що базуються на процедурах компаундингу та враховують різні ставки нарощення для вхідних та вихідних грошових потоків.

Список використаних джерел

1. U. Götze. Investment Appraisal. Methods and Models·/ U. Götze, D. Northcott, P. Schuster. – Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2008. – 382 p.

2. Майорова Т.В. Інвестиційна діяльність / Т.В. Майорова. – К.: ЦУЛ, 2009. – 472 с.

3. Савчук В.П. Финансовый менеджмент предприятий: прикладные вопросы с анализом деловых ситуаций / В.П. Савчук. – К.: Максимум, 2001.

4. Терещенко О.О. Прагматика розрахунку ставки дисконтування у період фінансової кризи / О.О. Терещенко // Фінанси України. – 2015. – № 6. – С. 58–71.

5. Облікова ставка Національного банку України / Нац. банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=53647

6. Standard and Poor's [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.standardandpoors.com/

7. Moody's downgrades Ukraine's sovereign ratings to Ca; outlook remains negative [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://www.moodys.com/

8. FitchRatings [Електронний ресурс]. – Режим доступу: /www.fitchratings.com

9. Стецько М.В. Залежність ціни залучення капіталу корпоративним сектором економіки від кредитних рейтингів країни / М.В. Стецько // Фінанси України. – 2015. – № 5. – С. 92–103.

10. CROSS-SECTOR RATING METHODOLOGY: How Sovereign Credit Quality Can Affect Other Ratings MARCH 16, 2015 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://www.moodys.com/

11. Офіційний сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://ukrstat.gov.ua/

References

1. Götze, U, Northcott, P., Schuster, D. (2008), *Investment Appraisal. Methods and Models.*Verlag Berlin Heidelberg, 382 p.

2. Majorova, T.V. (2009). *Investicijna dijal'nist'* [Investment activity], Kyiv, CUL, 472 p.

3. Savchuk, V.P. (2001). *Finansovyj menedzhment predprijatij: prikladnye voprosy s analizom delovyh situacij* [Financial management of ehnterprises: applied questions with the analyses of business situations], Kyiv, Maksimum, 600 p.

4. Tereshhenko, O.O. (2015). *Pragmatika rozrahunku stavki diskontuvannja u period finansovoï krizi* [Pragmatics of the discount rate calculation during the financial crisis]. Finansi Ukraïni, no. 6, pp. 58-71.

5. *Oblikova stavka Nacional'nogo banku Ukraïni* [Refinancing rate of National Bank of Ukraine]. Available at http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=53647 (accessed 02 February 2016)

6. Standard and Poor's. Available at: http://www.standardandpoors.com/. (accessed 22 February 2016)

7. Moody's downgrades Ukraine's sovereign ratings to Ca; outlook remains negative. Available at: https://www.moodys.com/m (accessed 22 February 2016)

8. FitchRatings. Available at:: /www.fitchratings.com (accessed 22 February 2016)

9. Stec'ko M.V. (2015) *Zalezhnist' cini zaluchennja kapitalu korporativnim sektorom ekonomiki vid kreditnih rejtingiv kraïni.* Finansi Ukraïni, no. 5, pp. 92-103.

10. CROSS-SECTOR RATING METHODOLOGY: How Sovereign Credit Quality Can Affect Other Ratings (2015). Available at: https://www.moodys.com/. (accessed 16 March 2016)

11. *Oficijnij sajt Derzhavnoï sluzhbi statistiki Ukraïni* [Official web-site of State Service of Statistics]. Available at: http://ukrstat.gov.ua/ (accessed 22 March 2016)

В статье уделено внимание прагматическим аспектам применения различных методов оценки инвестиционных проектов с учетом реалий украинской экономики. От применяемых методов оценки инвестиционных проектов зависит степень обоснования принимаемых инвестиционных решений и, в конечном счете, финансовый результат деятельности предприятия. С принятием инвестиционных решений сталкиваются многие предприятия, местные и государственные органы власти, международные организации и институты. Рассмотрены характеристики статических и динамических методов оценки инвестиционных проектов. Сосредоточено внимание на определении ставки дисконтирования денежных потоков проекта с использованием классических подходов и с учетом текущей ситуации в стране. Обосновано применение динамических методов оценки инвестиционных проектов с использованием учетной ставки на уровне средней доходности доступных альтернатив вложения капитала, по крайней мере, для сохранения инвестиционного капитала и поддержания стоимости бизнеса.

Ключевые слова: *инвестиционные проекты, статические и динамические методы оценки инвестиционных проектов, ставка дисконтирования, безрисковая ставка, стоимость собственного капитала, премия за риск страны.*

The article highlights the pragmatic aspects of different methods of investment project appraisal taking into account the realities of the Ukrainian economy. The measure of justification of investment decisions taken depends on the applied methods for investment project appraisal and, ultimately, the financial results of the entity. Any companies, local and state authorities, international organizations and institutions faced investment decisions. The characteristics of static and dynamic methods of investment projects appraisal are considered. The attention is paid to the determining of the discount rate for the project cash flows for the classical approach and for the current situation in the country. The application of dynamic methods of investment project appraisal has been substantiated a discount rate equal to the average rate of return of available alternative investment at least to keep capital investment and save business value.

Key words: *investment projects, static and dynamic methods of investment project appraisal, discount rate, risk-free rate, cost of equity, country risk premium.*

Одержано 21.02.2016.