

DOI: 10.55643/fcapter.2.43.2022.3693

# МІНІМАЛЬНО ДОПУСТИМИЙ РІВЕНЬ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ЕФЕКТИВНОСТІ УКРАЇНСЬКОГО БІЗНЕСУ: АСПЕКТИ ОРГАНІЗАЦІЇ ДІЯЛЬНОСТІ ІНВЕСТИЦІЙНИХ КОМПАНІЙ

## Моргачов І.

д.е.н., професор, Східноукраїнський національний університет імені Володимира Даля, Україна  
 e-mail: [morgachov.ilya@gmail.com](mailto:morgachov.ilya@gmail.com)  
 ORCID: [0000-0002-4347-3153](https://orcid.org/0000-0002-4347-3153)  
 (Corresponding author)

## Хандій О.

д.е.н., професор, Східноукраїнський національний університет імені Володимира Даля, Україна  
 ORCID: [0000-0002-7926-9007](https://orcid.org/0000-0002-7926-9007)

## Клюс Ю.

д.е.н., професор, Східноукраїнський національний університет імені Володимира Даля, Україна  
 ORCID: [0000-0002-1841-2578](https://orcid.org/0000-0002-1841-2578)

## Бурко Я.

к.е.н., доцент, Східноукраїнський національний університет імені Володимира Даля, Україна  
 ORCID: [0000-0001-9484-1115](https://orcid.org/0000-0001-9484-1115)

Received: 23/01/2022

Accepted: 06/04/2022

Published: 29/04/2022

© Copyright  
 2022 by the author(s)



This is an Open Access article distributed under the terms of the [Creative Commons CC-BY 4.0](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/)

## АНОТАЦІЯ

Розглядаючи інвестиційні рішення щодо певного бізнесу в країні (у тому числі й інвестиційної компанії), актуальним питанням бачимо рівень його інвестиційної ефективності з урахуванням альтернативності та рівня знецінення національної валюти або інфляції. Мета роботи – визначення мінімально допустимого рівня інвестиційної ефективності українського бізнесу з урахуванням альтернативності та особливостей національної валюти, недосягнення якої робить український бізнес інвестиційно недоцільним у довгостроковій перспективі. Запропоновано метод визначення такого мінімально допустимого рівня інвестиційної ефективності, що передбачає розрахунок суми середньорічного зростання фондового індексу, обраного якнайкраща інвестиційна альтернатива, середньорічного розміру дивідендів за відповідним фондовим індексом та середньорічного знецінення національної валюти порівняно з валютою відповідного фондового індексу. Визначено, що рівень знецінення національної валюти в Україні в порівнянні з долларом США перевищував офіційний темп інфляції, саме тому в наведеному методі до розрахунку брався середньорічний темп знецінення національної валюти. Як найкращу альтернативу фінансових інвестицій визначено фондовий індекс США S&P-500, а отже, й інвестиції в акції корпорацій, що входять до структури цього індексу. З урахуванням специфіки національної валюти та альтернативності інвестицій для України визначено мінімальний рівень інвестиційної ефективності використання капіталу суб'єктами господарювання на рівні 26,68 %. Цей розмір ставки процента (а саме: 26,68 %) слід використовувати для оцінювання доцільності інвестиційних проектів в Україні шляхом визначення класичних показників: чистий приведений дохід (NPV), внутрішня норма дохідності (IRR), індекс дохідності (PI), приведений термін окупності (DPB). До того ж на українських підприємствах розмір рентабельності активів та рентабельності власного капіталу має бути не нижчим за 26,68 %. Визначено, що середньостатистичне підприємство в Україні не відповідає умовам щодо досягнення мінімально необхідного рівня рентабельності активів та рентабельності власного капіталу в розмірі 26,68 %. Лише окремі суб'єкти господарювання в країні виконують цю умову, а більшість із них – лише за показником рентабельності власного капіталу. Українським інвестиційним компаніям для збереження та примноження капіталу інвесторів доцільніше в більшості випадків інвестувати кошти в акції провідних світових корпорацій, що входять до структури американського фондового індексу S&P-500, ніж у підприємства своєї країни. Високий рівень інфляції в країні визначено як важливий чинник, що негативно впливає на ефективність бізнесу в Україні, особливо на діяльність промислових підприємств із суттєвим виробничим циклом. Крім знецінення активів суб'єктів господарювання, інфляція спричиняє явище сплати податку з умовно нульового рівня ефективності. За умов урахування такого оподаткування в Україні мінімально допустимий рівень інвестиційної ефективності бізнесу становить 29,64 %. Умовно нульовий рівень ефективності бізнесу досягається, коли рентабельність активів суб'єкта господарювання дорівнює середньорічному темпові знецінення національної валюти. Чим більший рівень інфляції в країні, тим більше податків сплачується за умовно нульового рівня ефективності тим вищим є значення мінімально допустимого рівня інве-

стиційної ефективності бізнесу пропорційного ставки податку на прибуток та середньорічного рівня знецінення національної валюти. Наявність в Україні високого рівня інфляції та податку на прибуток створює умови витоку інвестиційного капіталу до інших країн.

**Ключові слова:** рентабельність активів, рентабельність власного капіталу, ставка процента, фондовий індекс, темп інфляції, інвестиційна компанія, інвестиційна ефективність бізнесу в Україні, темп знецінення національної валюти

**JEL Класифікатор:** D61, G11, G32

## ВСТУП

Розглядаючи рішення створення нового бізнесу в країні (у тому числі й інвестиційних компаній) та спрямування інвестицій у цей бізнес, важливим питанням бачимо рівень його інвестиційної ефективності для порівняння з іншими альтернативами: видами бізнесу та фінансовими інвестиціями в інші країни. Якщо в Україні в певній галузі бізнесу рівень відповідної ефективності є замалим, то інвестиції доцільно спрямовувати в інші альтернативи. Із часом інвестиції трансформуються в капітал та активи, тому показники використання цих ресурсів в довгостроковій перспективі й визначатимуть напрями перетікання інвестицій у більш ефективні галузі та країни.

Також питання порівняння рівня ефективності інвестицій та використання капіталу в певні галузі в країні зумовлює появу похідних питань щодо окремих показників та порівняння з іншими альтернативами, урахувавши різну динаміку валют у різних країнах. Необхідно щось обрати як світовий маркер для оцінки та порівняти з галузевими показниками ефективності з урахуванням зміни курсу національної валюти. До того ж показники відповідної ефективності становлять взаємопов'язану систему, де має місце певна логіка. Ці показники мають бути відносними, проте варто уточнити логічний зв'язок між ними. Незважаючи на те, що відповідних відносних показників декілька, їхні значення мають сходиться до одного рівня, що буде визначати межу, недосягнення якої робить недоцільним існування бізнесу.

Проведена оцінка має бути більш глобальною, ніж у межах однієї країни, для визначення світових альтернатив інвестування. До того ж мають бути враховані економічні особливості країни, відносно якої здійснюється порівняння ефективності.

Більшість інвестиційних проєктів починається з оцінки класичних показників доцільності: чистий приведений дохід (NPV), внутрішня норма дохідності (IRR), індекс дохідності (PI), приведений термін окупності (DPB). Ці показники частиною переліку взаємопов'язаної логічної системи показників оцінювання ефективності бізнесу. Для розрахунку цих показників необхідно визначити ставку процента, яка задовольняє інвестора. Аналітики, які не є інвесторами й роблять відповідні розрахунки для бізнес-планів та інших документів, часто зацікавлені в заниженні цієї ставки для покращення значень класичних показників ефективності інвестиційних проєктів. Чим менше значення відповідної ставки процента, тим вищими є значення таких показників і тим більш привабливим є інвестиційний проєкт, який намагаються всіма засобами реалізувати. Часто використовується ставка процента на рівні інфляції, однак таке значення явно не враховує альтернативних можливостей інвестування. Однак інвесторові не слід себе обманювати, а важливо приймати інвестиційні рішення саме з урахуванням альтернативності.

Коли вже бізнес працює, важливими показниками оцінювання його ефективності є рентабельність активів та рентабельність власного капіталу. Ці показники (їх значення) беруться до уваги інвесторами при прийнятті рішень щодо купівлі-продажу такого бізнесу (акцій), надання позик, виходу з цього бізнесу. Отже, ці показники також мають урахувати альтернативність, оскільки на фінансовому ринку завжди є альтернативи вкладання коштів.

Усі наведені показники об'єднує те, що вони беруться до уваги при прийнятті управлінських інвестиційних рішень щодо використання капіталу та мають урахувати найкращі альтернативи. Із точки зору оцінювання саме українського бізнесу та інвестиційних рішень в Україні, таким чином, спочатку необхідно визначити найкращі світові альтернативи та, урахувавши національну валюту, визначити мінімально допустиме їх відносне значення вже з урахуванням девальвації національної валюти. Особливо актуальне значення це питання має для діяльності українських інвестиційних компаній із точки зору оцінювання власних інвестицій та інвестицій у створення таких суб'єктів.

## ЛІТЕРАТУРНИЙ ОГЛЯД

За тематикою [1-8] свідчить про інтерес учених щодо цього напрямку. Існує багато робіт, як, наприклад [1, 2], де викладені універсальні методи оцінювання ефективності, однак вони не дозволяють відповісти на поставлене в дослідженні питання.

Велика кількість публікацій цього напрямку стосується лише окремих питань окресленої проблеми. Так, наприклад, у роботі [3] автори вивчали доцільність інвестиційних рішень щодо банківського сектора США. У роботі [4] досліджувалися питання українського фондового ринку та створення інвестиційних фондів в Україні з урахуванням існуючих проблем. Наведені роботи, а саме [3-4], об'єднують те, що як маркер для порівняння ефективності інвестицій використовується фондовий індекс США S&P-500.

Можна й далі наводити приклади робіт, як [5-8], де вивчалися питання ефективності окремих галузей української економіки або окремі питання методики визначення ефективності бізнесу та проблем його ведення в Україні.

У цілому аналіз робіт за тематикою не дозволяє визначити мінімально допустимий рівень ефективності українського бізнесу з урахуванням особливостей національної валюти та альтернативності інвестицій.

Метою роботи є визначення мінімально допустимого рівня інвестиційної ефективності українського бізнесу з урахуванням альтернативності та особливостей національної валюти, недосягнення якого робить український бізнес інвестиційно недоцільним у довгостроковій перспективі.

Методи дослідження. Виходячи з постановки проблеми, початковим етапом дослідження є визначення світової альтернативи в частині фінансових інвестицій, із якою треба порівнювати ефективність українського бізнесу. Таких альтернатив об'єктивно існує багато, тому до вирішення цього питання слід підходити укрупнено, урахувавши можливість середньостатистичного інвестора. У такому разі слід базуватися на фондових індексах різних країн. Найкращою інвестиційною альтернативою в цьому випадку є фондовий індекс із найкращою динамікою в довгостроковій перспективі. Для цього обираються розвинені країни з сильною національною валютою та за формулою (CAGR) визначається середньорічний темп зростання фондового індексу кожної з таких країн із урахуванням суттєвого інтервалу часу.

$$CAGR = \left( \left( \frac{V_N}{V_0} \right)^{\frac{1}{n}} - 1 \right) 100\% \quad (1)$$

де  $N$  – кількість років;  $V_N$  – фінальне значення досліджуваного показника;  $V_0$  – початкове значення досліджуваного показника.

$$N = N_k - N_0 \quad (2)$$

де  $N_k$  – рік, що відповідає кінцевому значенню досліджуваного показника;  $N_0$  – рік, що відповідає початковому значенню досліджуваного показника.

При розгляді фондового індексу певної країни як маркера оцінювання ефективності альтернативних інвестицій слід враховувати й середньостатистичний рівень дивідендів.

Після визначення такого маркера далі слід розрахувати середньорічне знецінення національної валюти по відношенню до валюти країни, фондовий індекс якої обрано як найкраща альтернатива.

Надалі мінімально допустимий рівень інвестиційної ефективності українського бізнесу з урахуванням альтернативності та знецінення національної валюти ( $E_A^{YB}$ ) визначаємо за формулою:

$$E_A^{YB} = CAGR_A^{\Phi I} + D_A^{\Phi I} + CAGR_{NB}^{\Phi I} \quad (3)$$

де  $CAGR_A^{\Phi I}$  - середньорічне зростання фондового індексу, обраного як найкраща інвестиційна альтернатива, % на рік;  $D_A^{\Phi I}$  - середньорічний розмір дивідендів за фондовим індексом, обраним як найкраща інвестиційна альтернатива, % на рік;  $CAGR_{NB}^{\Phi I}$  - середньорічне знецінення національної валюти порівняно з валютою фондового індексу, обраного як найкраща інвестиційна альтернатива, % на рік.

Маючи метод визначення мінімально допустимого рівня ефективності українського бізнесу з урахуванням альтернативності. Логічно порівняти його з показниками рентабельності активів та власного капіталу для українських підприємств. Для цього використовуються відкриті дані щодо публічних товариств.

## РЕЗУЛЬТАТИ

У представленому методі (3) визначення мінімально допустимого рівня ефективності українського бізнесу з урахуванням альтернативності рівень інфляції в країні не береться до уваги. Приймається, що показник офіційної інфляції в країні може бути штучно або помилково заниженим, тому більш об'єктивно цей рівень показує знецінення національної валюти. Темпи інфляції в країні варто визначити для порівняння та отримання повної інформації щодо допустимих значень переліку цікавих для інвестора показників: ставки процента для розрахунку класичних показників ефективності інвестицій, рентабельності активів та власного капіталу. Зрозуміло, що значення цих показників має як мінімум перевищувати рівень інфляції в країні. Темпи інфляції в Україні за роками наведено в *Табл. 1*.

**Табл. 1.** Темпи інфляції в Україні

Рік	Темп інфляції, річний	Рік	Темп інфляції, річний	Рік	Темп інфляції, річний
2000	125,8	2007	116,6	2014	124,9
2001	106,1	2008	122,3	2015	143,3
2002	99,4	2009	112,3	2016	112,4
2003	108,2	2010	109,1	2017	113,7
2004	112,3	2011	104,6	2018	109,8
2005	110,3	2012	99,8	2019	104,1
2006	111,6	2013	100,5	2020	105,0

Як бачимо з наведеної *Табл. 1*, темп інфляції за роками в Україні був вельми нестабільним. Отже, на практиці часто для оцінки інвестиційних проєктів використовувалося значення ставки процента і 4,6 % річних, і 13,7 %. У той час, як у деякі роки рівень інфляції становив 43,3 % річних, така ставка процента (а саме 43 %) для оцінки інвестиційних проєктів жодного разу не використовувалася.

У середньому протягом 21 року темп інфляції становив 12 % річних. Отже, такий розмір ставки дисконту найчастіше використовувався для цілей розрахунку класичних показників доцільності інвестиційних проєктів. Але чи не замалим був його рівень?

Нажаль, цей розмір річної ставки процента враховував лише втрати капіталу від інфляції, однак не передбачав урахування альтернативних витрат або втраченої вигоди від реалізації альтернативних проєктів.

Відомо, що альтернативні витрати (або альтернативна вартість) являють собою вартість, пов'язану з конкретним вибором, вимірювану з точки зору найкращої втраченої можливості. Іншими словами, альтернативні витрати – це вартість, за якою економічні агенти знаходять найкращу альтернативу, при цьому ігноруючи її при здійсненні вибору.

Для суб'єктів діяльності в Україні, здавалося б, на перший погляд альтернатив для вкладання та використання капіталу не так уже й багато: банківські депозити, облігації. Однак уже сьогодні можливими є інвестиції в закордонні фондові ринки, тому важливо визначити серед них найкращу альтернативу. Банківські депозити та облігації і в Україні, і в інших країнах за рівнем дохідності ледве дотягують до рівня інфляції, і на сьогодні відповідна дохідність не перевершує 12 % річних. Тому ці альтернативи не можна розглядати як суттєвих конкурентів реальних інвестиційних проєктів на підприємстві з нормою дисконту 12 % річних.

У той же час середньостатистичний інвестор в Україні може інвестувати в широкий ринок акцій розвинених країн. Порівняння середньорічних темпів зростання фондових ринків країн наведено в *Табл. 2*.

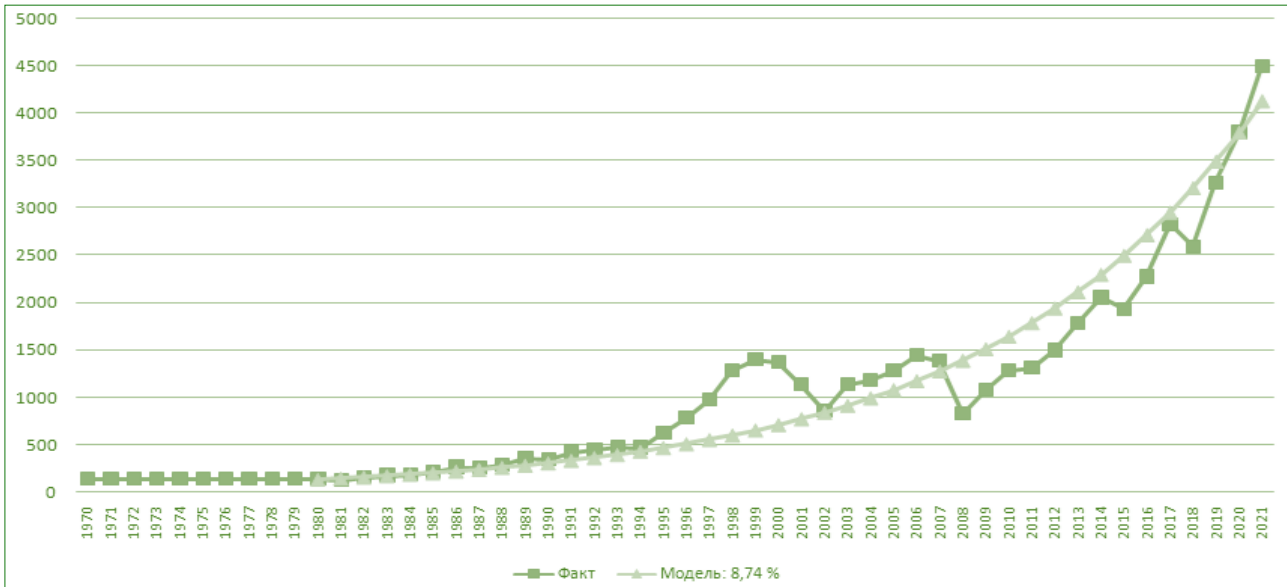
**Табл. 2.** Порівняння середньорічних темпів зростання фондових ринків за країнами

Країна	Фондовий індекс, що взято як маркер для оцінювання	Період розрахунків, років	Середньорічний темп зростання, % (визначено за формулою 1)
США	S&P-500	40	8,74
Німеччина	DAX	33	8,47
Японія	Nikkei	37	3,05

Франція	CFC 40	34	4,42
Італія	Invit 40	18	0
Іспанія	Ibex 35	30	3,95

Примітка: не розглядався Китай, оскільки центральний банк держави умисно девальвує національну валюту. Саме через це не розглядалися й країни з нестабільною національною валютою.

За даними Табл.2 саме США має фондовий ринок, що стало зростає. Як конкурентна альтернатива залишається інвестування в акції провідних американських корпорацій: створення диверсифікованого пакета цінних паперів із набору фондового індексу S&P-500 або купівля акцій ETF-фонду на цей індекс. Американський фондовий ринок обрано тому, що він стало зростає в порівнянні з ринками інших і розвинутих країн, і тих, що розвиваються.



**Рис. 1.** Динаміка фондового індексу S&P-500

Таким чином, не роблячи аналізу та вибору за акціями окремих підприємств, українському інвесторові можна купувати акції Vanguard S&P 500 ETF (VOO), що повністю повторюють фондовий індекс S&P-500 із мінімальними комісіями.

За таких умов інвестор матиме в довгостроковій перспективі середньорічну дохідність на рівні 8,74 % річних, а також дивіденди в середньому 1,5 % річних.

Значення середньорічної дохідності в розмірі 8,74 % річних визначено в доларах США. У такому разі слід урахувати середньорічний темп знецінення гривні по відношенню до долара США. Динаміка курсу гривні по відношенню до долара США наведена на Рис. 2.



**Рис. 2.** Динаміка курсу гривні по відношенню до долара США

Використовуючи формулу (1), можемо визначити середньорічну зміну української національної валюти по відношенню до долара США.

$$CAGR = \left( \left( \frac{26,21}{0,43} \right)^{\frac{1}{27}} - 1 \right) 100\% = 16,44\%$$

де N – кількість років; 26,59 – фінальне значення досліджуваного показника; 0,43 – початкове значення досліджуваного показника;

$$27 = 2021 - 1994;$$

де 2021 – рік, що відповідає кінцевому значенню досліджуваного показника; 1994 – рік, що відповідає початковому значенню досліджуваного показника;

Таким чином, українська національна валюта в середньому протягом 27 років зменшувалася в ціні по відношенню до долара США в розмірі 16,5 % річних.

З урахуванням отриманих даних мінімально допустимий рівень дохідності українського бізнесу з урахуванням альтернативності має становити:

$$E_A^{УБ} = 8,74\% + 1,5\% + 16,44\% = 26,68\% \text{ у гривні.}$$

У той же час, як і в практиці багатьох підприємств, в Україні використовується ставка в розмірі 12 % річних. Збільшення ставки процента в порівнянні з тією, що використовується зараз, зумовить явище, коли більше інвестиційних проєктів, згідно з новою оцінкою, стануть недоцільними. Тобто зростання норми дисконту зменшує значення класичних показників ефективності інвестиційних проєктів.

Уточнимо, що при визначенні доцільності окремих інвестиційних проєктів в Україні для розрахунку класичних показників ефективності (NPV, IRR, PI, DPB) слід використовувати ставку процента в розмірі 26,68 %. До того ж, якщо рентабельність активів певного українського підприємства (бізнесу) є меншою, ніж 26,68 %, виникає питання доцільності існування такого бізнесу (такому бізнесу не слід брати/надавати кредити), особливо, якщо рентабельність власного капіталу не перевищує цього показника.

У будь-якій країні є галузі й підприємства лідери та аутсайдери, при цьому не слід рівнятися на окремих невдах. Для цілей нашого дослідження ми обрали декілька публічних українських підприємств та визначили значення рентабельності їхніх активів та власного капіталу (Табл.3).

**Табл. 3.** Значення показників ефективності окремих публічних українських підприємств у 2019-2020 роках

Підприємство	Вид діяльності	Показники ефективності бізнесу, %	
		рентабельність активів	рентабельність власного капіталу
ПрАТ «Маріупольський металургійний комбінат імені Ілліча»	Виробництво металу	1,55	5,72
ПрАТ «Філіп Морріс Україна»	Виробництво тютюнових виробів	3,80	28,70
ПрАТ «Рубіжанський картонно-тарний комбінат»	Виробництво картонної тари, картону та паперу для пакування, гіпсокартону	12,78	16,18
АТ НАК «Нафтогаз України»	Видобування нафти та газу	10,9*	16,20*
<b>АТ «Українська Залізниця»</b>	<b>Транспорт</b>	<b>Збиткова діяльність</b>	
АТ Південний гірничо-збагачувальний комбінат	Видобувна діяльність, виробництво залізрудного концентрату	69,50	98,85
Приватне акціонерне товариство «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат»	Видобувна діяльність, виробництво залізрудного концентрату	23,29	34,69
Публічне акціонерне товариство «Укрнафта»**	Видобування нафти	11,21	43,32
ПрАТ «Укргідроенерго»	Виробництво електроенергії	9,50	12,50
ПрАТ «Джей Ті Інтернешнл Компані Україна»	Виробництво та реалізація цигарок	15,77	55,05

Примітки: \*за даними 2019 року, оскільки у 2020 році були збитки; \*\* у 2019 ПАТ «Укрнафта» було збитковим.

Як бачимо, по-перше, не всі підприємства є прибутковими взагалі; по-друге, далеко не всі з прибуткових мають визначений нами рівень ефективності. На багатьох суб'єктах господарювання (див. Табл. 3) рентабельність активів менша за необхідний рівень, однак рентабельність власного капіталу – вища. Для таких компаній недоцільним є використання банківських позик, якщо ціна кредитів становить 25 % річних, однак акціонерам усе ж доцільно залишатися в бізнесі.

Примітка: в Україні для крупних підприємств банки надають позики за ціною, близькою до 25 % річних у національній валюті.

Розрахунок середньостатистичних показників за даними Державної служби статистики України [10, 11] наведено в Табл. 4-5.

**Табл. 4.** Рентабельність активів українських підприємств

Рік	Рентабельність активів				
	Усього	у тому числі			
		великі підприємства	середні підприємства	малі підприємства	серед них мікропідприємства
2013	0,20	1,37	0,41	-1,54	-2,73
2014	-9,42	-8,51	-9,68	-10,29	-10,30
2015	-4,32	-4,19	-3,70	-5,24	-4,99
2016	0,70	1,54	1,13	-0,77	-1,94
2017	2,38	3,80	2,92	-0,39	-1,70
2018	3,39	4,12	4,18	1,51	-0,07
2019	5,33	5,21	7,33	3,19	1,09
2020	1,06	1,33	1,99	-0,33	-1,14

Примітка: розраховано, виходячи з фінансового результату відповідних підприємств до оподаткування.

Як бачимо з даних Табл.2-3,у цілому середньостатистичний український бізнес не є інвестиційно привабливим, оскільки середньостатистичне підприємство в країні не досягає позначки 26,68 % ні щодо рентабельності активів, ні щодо рентабельності власного капіталу. Рентабельність активів середньостатистичного підприємства в країні навіть не перевищує рівня інфляції. Інша річ, що окремі підприємства виконують умови щодо необхідного рівня ефективності, однак такі суб'єкти господарювання в країні є винятками. Однією з причин невдач українських підприємств є високий рівень інфляції. Якщо в середньому офіційний рівень інфляції в країні становив 12 % на рік, то знецінення національної валюти відносно долара США – 16,44 % на рік. Отже, якщо уявити, що рентабельність активів на певному українському підприємстві досягає рівня 16 %, то в перерахунку на тверду валюту такий суб'єкт господарювання має нульовий рівень ефективності, однак номінально підприємство має прибуток, із якого сплачує податок. Сплата податків з умовно нульового рівня ефективності нами не врахована в моделі (3), що може бути предметом подальших досліджень. Тобто умовно нульовий рівень ефективності бізнесу досягається, коли рентабельність активів суб'єкта господарювання дорівнює середньорічному темпові знецінення національної валюти.

**Табл. 5.** Рентабельність власного капіталу українських підприємств

Рік	Рентабельність власного капіталу				
	Усього	у тому числі			
		великі підприємства	середні підприємства	малі підприємства	серед них мікропідприємства
2013	0,58	3,38	1,31	-5,22	-9,16
2014	-38,12	-25,81	-50,16	-50,43	-43,16
2015	-15,23	-9,62	-23,25	-29,08	-22,03
2016	2,86	3,40	7,81	-10,75	-28,50
2017	9,64	9,26	18,74	-3,85	-19,74
2018	13,63	9,85	28,63	11,25	-0,53
2019	19,82	13,19	39,19	16,56	6,10
2020	4,03	3,32	10,30	-1,89	-7,57

Примітка: розраховано, виходячи з фінансового результату відповідних підприємств до оподаткування.

У разі врахування податку при умовно нульовому рівні ефективності (16,44 % для умов України) мінімально допустимий рівень ефективності українського бізнесу з урахуванням альтернативності ( $E_A^{YB}$ ) слід визначати таким чином:

$$E_A^{YB} = 8,74 \% + 1,5 \% + 16,44 \% = 26,68 \% \text{ у гривні.}$$

де 0,18 – ставка податку на прибуток у розмірі 18 % від прибутку.

Чим більший рівень інфляції в країні, тим більше податків сплачується при умовно нульовому рівні ефективності і тим вищим є значення мінімально допустимого рівня ефективності бізнесу, що пропорційна до ставки податку на прибуток та середньорічного рівня знецінення національної валюти. Високий рівень інфляції в країні й знецінює активи підприємств, і спричиняє явище сплати податку з умовно нульового рівня ефективності.

Для діяльності промислових підприємств із суттєвим виробничим циклом високий рівень інфляції є особливо критичним, що болісно позначається на «вимиванні» обігових коштів та знеціненні основних фондів. Тривалий період існування в економіці України високого рівня інфляції не міг суттєво не позначитися на підприємствах країни в частині зменшення їх капіталізації.

Повертаючись до тематики інвестиційних компаній в Україні, слід визнати, що вкладання ними коштів (зокрема шляхом купівлі акцій) у більшість українських бізнес-структур є недоцільним. У той же час більш ефективною є альтернатива інвестування в акції провідних світових корпорацій, що входять до структури американського фондового індексу S&P-500.

## ВИСНОВКИ

З урахуванням специфіки національної валюти та альтернативності інвестицій для України визначено мінімальний рівень інвестиційної ефективності використання капіталу суб'єктами господарювання на рівні 26,68 %. Темп знецінення національної валюти в Україні в порівнянні з долларом США перевищував офіційний темп інфляції; а тому в методі, використаному для визначення цього рівня, урахувався саме середньорічний темп знецінення національної валюти. Цей розмір ставки процента (а саме: 26,68 %) слід використовувати для оцінювання доцільності інвестиційних проєктів в Україні з метою розрахунку класичних показників: чистий приведений дохід (NPV), внутрішня норма дохідності (IRR), індекс дохідності (PI), приведений термін окупності (DPB).

На українських підприємствах розмір рентабельності активів та рентабельності власного капіталу має бути не нижчим за 26,68 %. В іншому разі на таких підприємствах недоцільним є використання позикових коштів та взагалі ведення бізнесу. Як основну альтернативу вкладенням в український бізнес обрано інвестиції в акції провідних корпорацій, що входять до складу американського фондового індексу S&P-500.

Визначено, що середньостатистичне підприємство в Україні не відповідає умовам щодо досягнення мінімально необхідного рівня рентабельності активів та рентабельності власного капіталу в розмірі 26,68 %. Лише окремі суб'єкти господарювання в країні виконують цю умову, а більшість із них – тільки за показником рентабельності власного капіталу.

Високий рівень інфляції в країні визначено як важливий чинник, що негативно впливає на ефективність бізнесу в Україні, особливо на діяльність промислових підприємств із суттєвим виробничим циклом. Крім знецінення активів суб'єктів господарювання, інфляція спричиняє явище сплати податку з умовно нульового рівня ефективності. За умов урахування такого оподаткування в Україні мінімально допустимий рівень інвестиційної ефективності бізнесу становить 29,64 %. Умовно нульовий рівень ефективності бізнесу досягається, коли рентабельність активів суб'єкта господарювання дорівнює середньорічному темпу знецінення національної валюти.

Визначено, що чим більший рівень інфляції в країні, тим більше податків сплачується при умовно нульовому рівні ефективності тим вищим є значення мінімально допустимого рівня інвестиційної ефективності бізнесу пропорційною до ставки податку на прибуток та середньорічного рівня знецінення національної валюти.

За наявних умов українським інвестиційним компаніям для збереження та примноження капіталу інвесторів більш доцільно інвестувати кошти в акції провідних світових корпорацій, що входять до структури американського фондового індексу S&P-500, ніж інвестувати кошти в українські підприємства. Наявність у країні високого рівня інфляції та податку на прибуток створює умови витоку інвестиційного капіталу до інших країн.

## REFERENCES / ЛІТЕРАТУРА

1. Morhachov, I., Ovcharenko, I., Oviechkina O., Tyshchenko, V., & Tyshchenko, O. (2021), «Assessment of US Banking Sector Investment Attractiveness for Minority Investors: Theoretical-Applied Aspect», *Financial and Credit Activity: Problems of Theory and Practice*, 3(38), 56-65. URL: <https://doi.org/10.18371/fcaptp.v3i38.237419>
2. Morhachov, I., Ovcharenko, I., Ivchenko, Y., Buchniev, M., Tkachenko, N., & Derzhak, N. (2021), «Creation of Investment Funds in Ukraine by Individuals as a Criterion for Sustainable Development of the Country's Economy», *European Journal of Sustainable Development*, 10(4), 271. URL: <https://doi.org/10.14207/ejsd.2021.v10n4p271>
3. Fedorovich P.P. and Hariv P.S. (2008), *Venture business development modeling*, publishing house «Economic Thought» (in Ukrainian).
4. Varnaliy Z.S., Vasilciv T.G., Lupak R.L., Bilik R.R. (2019), *Business planning of business activity (Tutorial)*, publishing house «Technodruk» (in Ukrainian).
5. Grygorash T.F. (2016), «Return on Equity Evaluation of Ukraine Enterprises by Kind of Activity», *Efficient economy. Vol. 2.* URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=4793>
6. Pas Yaryna (2021), «Main Indicators Efficiency of Banking Business Development Management in Ukraine», *Scientific Bulletin of Kherson State University*, vol. 43. Pp. 72-80. DOI: <http://10.32999/ksu2307-8030/2021-43-11>
7. Iskra V.V. (2015), «Ukrainian Agriholdings Profitability Analysis Based on EBITDA Indicator», *Global and national economic problems*, vol. 8. Pp.:412-416.
8. Chaika Tatiana, Martinova Viktoriia, Nevmyrych Dmytro. (2019), «The System of Asset Profitability Ratios: Current Trends in Calculation and Analysis (on the Example of Hospitality Industry Enterprises)», *Problems of system approach in economy*, vol. 2(70). Pp. 113-120. DOI: <https://doi.org/10.32782/2520-2200/2019-2-41>
9. *Financial results before taxation of enterprises by type of economic activity with division into large, medium, small and micro enterprises (2010-2020)*. State Statistics Service of Ukraine. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/> (November 2021)
10. *Equity of enterprises by type of economic activity with division into large, medium, small and micro enterprises. (2013-2020)*. State Statistics Service of Ukraine. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/> (November 2021).
11. *Indicators of the balance of enterprises by type of economic activity with a division into large, medium, small and micro enterprises. (2013-2020)*. State Statistics Service of Ukraine. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/> (November 2021).

*Morhachov I., Khandii O., Klius Y., Burko Y.*

### **MINIMUM PERMISSIBLE LEVEL OF INVESTMENT EFFICIENCY OF UKRAINIAN BUSINESS: ASPECTS OF THE ORGANIZATION OF INVESTMENT COMPANY**

Considering investment decisions on a particular business in the country (including the investment company), the actual issue is the level of its investment efficiency, taking into account the alternative and the level of devaluation of the national currency or inflation. The aim of the work is to determine the minimum allowable level of investment efficiency of Ukrainian business, taking into account the alternatives and features of the national currency, failure to achieve which makes Ukrainian business investment-inexpedient in the long run. A method for determining such minimum allowable level of investment efficiency is proposed, which involves calculating the amount of average annual growth of the stock index selected as the best investment alternative, the average annual dividend on such stock index, and the average annual devaluation of the national currency against the currency of such stock index. It is determined that the level of devaluation of the national currency in Ukraine against the US dollar exceeded the official inflation rate, which is why the above method took into account the average annual rate of depreciation of the national currency. The best alternative for financial investment is the US stock index S & P-500 and, consequently, investment in shares of corporations that are part of this index. Taking into account the specifics of the national currency and investment alternatives for Ukraine, the minimum level of investment efficiency of capital use by economic entities is set at 26.68 %. This interest rate (namely: 26.68 %) should be used to assess the feasibility of investment projects in Ukraine in order to calculate the classic indicators: net present value (NPV), internal rate of return (IRR), profitability index (PI), present term payback (DPB). In addition, the size of return on assets and return on equity at Ukrainian enterprises must be at least 26.68 %. It is determined that the average enterprise in Ukraine does not meet the conditions for achieving the minimum required level of return on assets and return on equity of 26.68 %. Only a few businesses in the country meet this condition, and most of them - only in terms of return on equity. In order to preserve and increase the capital of investors, Ukrainian investment companies should, in most cases, invest

in the shares of the world's leading corporations, which are part of the US stock index S & P-500, rather than in the enterprises of their country. The high level of inflation in the country is identified as an important factor that negatively affects the efficiency of the business in Ukraine and, especially, the activities of industrial enterprises with a significant production cycle. In addition to the depreciation of the assets of economic entities, inflation causes the phenomenon of paying the tax from a relatively zero level of efficiency. Taking into account such taxation in Ukraine, the minimum allowable level of investment efficiency of business is 29.64 %. Conditionally zero level of business efficiency is achieved when the return on assets of the entity is equal to the average annual rate of depreciation of the national currency. The higher the inflation rate in the country, the more taxes are paid at a relatively zero level of efficiency, and the higher the value of the minimum allowable level of investment efficiency of the business in proportion to the income tax rate and the average annual devaluation of the national currency. The presence of a high level of inflation in the country and an income tax creates conditions for the outflow of investment capital to other countries.

**Keywords:** return on assets, return on equity, interest rate, stock index, inflation rate, investment company, investment efficiency of the business in Ukraine, rate of devaluation of national currency

**JEL Classification:** D61, G11, G32