

Sebastian Moskal

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

OCENA EFEKTYWNOŚCI FINANSOWEJ INWESTYCJI RZECZOWYCH WSPÓLFINANSOWANYCH ZE ŚRODKÓW UNIJNYCH

Streszczenie: Fundusze unijne stały się szansą dla polskich przedsiębiorców na wprowadzenie inwestycji w innowacje, które mają na celu poprawę konkurencyjności. Instytucje organizujące konkursy o dofinansowanie projektów wymagają wielu dokumentów od przedsiębiorców, w tym biznesplanu inwestycji. Jednym z wymogów jest stopa dyskonta na poziomie 5% dla analizy w cenach realnych oraz 8% dla analizy w cenach nominalnych. W artykule przedstawiono skutki takiego działania oraz zaproponowano obliczanie kosztu kapitału dla przedsiębiorstw nie notowanych na giełdzie.

Słowa kluczowe: inwestycje rzeczowe, fundusze unijne, efektywność finansowa.

1. Wstęp

Wejście Polski do Unii Europejskiej w 2004 r. zapewniło Polsce dostęp do funduszy zewnętrznych na niespotykaną dotąd skalę. Na realizację projektów infrastrukturalnych oraz szkoleniowych zagwarantowano ponad 67,3 mld euro w perspektywie finansowej 2007-2013. Do dnia 21.11.2010 r. instytucje zarządzające funduszami unijnymi wydały 54 818 472 672 zł, natomiast wartość podpisanych umów o dofinansowanie z beneficjentami sięgnęła poziomu 204 177 271 634 zł¹. Wiele inwestycji dopiero się rozpoczęło lub rozpocznie się w 2011 r., dlatego występuje dysproporcja między kwotami zakontraktowanymi a wydatkowanymi. Po pieniądze unijne nie jest łatwo sięgnąć. Istnieje wiele wymogów formalnych, w tym o charakterze prawnym i ekonomicznym, które muszą być spełnione. Wśród beneficjentów pomocy znajdują się przedsiębiorcy, którzy w dofinansowaniu na inwestycje w innowacje o charakterze produktowym i/lub procesowym dostrzegli szansę na poprawę swojej konkurencyjności na rynku nie tylko krajowym, ale także międzynarodowym. Przygotowanie dokumentacji aplikacyjnej to proces żmudny i długi. Wymaga zaangażowania bardzo wielu osób z różnych działów danego przedsiębiorstwa, często przy

¹ www.mr.gov.pl. Ministerstwo Rozwoju Regionalnego prezentuje zaktualizowane dane dotyczące stopnia wykorzystania funduszy unijnych każdego dnia na swojej stronie internetowej.

współdziałale konsultantów zewnętrznych. Potencjalny beneficjent musi przygotować m.in. wniosek o dofinansowanie wraz z biznesplanem planowanej inwestycji, co wymaga rozległej wiedzy z zakresu zarządzania strategicznego, marketingiem, produkcją oraz finansami. Finalnie to rachunek ekonomiczny musi pokazać, czy dana inwestycja powinna zostać zrealizowana i czy zasługuje na współfinansowanie ze środków unijnych. Instytucje zarządzające funduszami unijnymi do oceny opłacalności inwestycji wymagają metod uwzględniających zmianę wartości pieniądza w czasie, a więc metod dochodowych, takich jak wartość bieżąca netto, po angielsku *Net Present Value* (w skrócie NPV), oraz wewnętrzna stopa zwrotu, po angielsku *Internal Rate of Return* (w skrócie IRR). Do oceny inwestycji wymagane jest stosowanie stopy dyskonta na poziomie 5% dla analizy w cenach realnych oraz 8% dla analizy w cenach nominalnych. Przyjęte wartości nie odzwierciedlają jednak średnioważonego kosztu kapitału prywatnych przedsiębiorstw, które działają w różnych branżach, przez co są narażone na różne ryzyka. Wnioski wyciągane z oceny opłacalności inwestycji są zbyt optymistyczne i prowadzą do podejmowania decyzji inwestycyjnych nie uwzględniających wszystkich ryzyk. Potrzebna jest zmiana podejścia w tym zakresie przez instytucje zarządzające funduszami unijnymi. Na nich ciąży odpowiedzialność za sprawne i, co najważniejsze, efektywne rozdysponowanie dotacji bezzwrotnych. Określanie kosztu kapitału przy uwzględnieniu różnych czynników, które mają na niego wpływ, z jednej strony zwiększyłoby stopień skomplikowania przygotowywanej dokumentacji aplikacyjnej, z drugiej strony zaś umożliwiłoby wybieranie projektów najkorzystniejszych przy danym poziomie ryzyka (różnym dla danej branży, ratingu itd.).

2. Przegląd funduszy unijnych dla przedsiębiorców

Celami polityki Unii Europejskiej są m.in. konkurencyjność regionalna oraz zatrudnienie. Są one ściśle związane ze wspieraniem innowacyjności i przedsiębiorczości oraz dążeniem do tworzenia społeczeństwa informacyjnego, opartego na wiedzy [Świerszcz 2010, s. 54].

Inwestycje rzeczowe w przedsiębiorstwach mające poprawiać ich konkurencyjność mogą być współfinansowane z Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka i regionalnych programów operacyjnych.

a) Głównym celem Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka jest rozwój gospodarki narodowej w oparciu o innowacyjne rozwiązania dotyczące produktów i/lub procesów. Preferowane są rozwiązania, które nie są stosowane na świecie dłużej niż 3 lata. Instytucją organizującą konkursy dla przedsiębiorców jest Polska Agencja Rozwoju Regionalnego. Instytucja ta jest agencją rządową podlegającą ministrowi właściwemu ds. gospodarki. Zadaniem Agencji jest zarządzanie funduszami z budżetu państwa i Unii Europejskiej, przeznaczonymi na wspieranie przedsiębiorczości i innowacyjności oraz rozwój zasobów ludzkich.

b) Regionalne programy operacyjne wspierają innowacyjne projekty na poziomie regionów. Beneficjentami dotacji są małe i średnie przedsiębiorstwa oraz instytucje otoczenia biznesu, które mają wspierać przedsiębiorczość. Na wsparcie prywatnych podmiotów przeznaczono łącznie 16,56 mld euro w perspektywie finansowej 2007-2013 [Burnat-Mikosz i in. 2008, s. 24]. Instytucjami zarządzającymi w przypadku tych programów są urzędy marszałkowskie, które najczęściej powołują odpowiednie podmioty bezpośrednio zajmujące się organizacją całych konkursów. Tak jest w przypadku województwa dolnośląskiego, gdzie utworzono Dolnośląską Instytucję Pośredniczącą, czy też województwa opolskiego, gdzie powstało Opolskie Centrum Rozwoju Regionalnego. Samorządy wojewódzkie mają możliwość dowolnego kształtu programów regionalnych, jednakże struktura rozdziału środków powinna być zachowana zgodnie z wymaganiami Ministerstwa Rozwoju Regionalnego. Przynajmniej 40% środków musi być przeznaczonych na innowacje, przedsiębiorczość, działania w sferze produkcyjnej, społeczeństwo innowacyjne, odnawialne źródła energii.

Przedsiębiorcy, którzy aplikują o środki unijne, muszą przygotować wiele różnych dokumentów, w tym wnioski, na podstawie których oceniane są planowane przez nich inwestycje. Do głównych kryteriów oceny należą wykonalność i trwałość finansowa, w ramach której oceniana jest efektywność finansowa projektu oraz analiza sytuacji finansowej potencjalnego beneficjenta. Instytucje zarządzające funduszami unijnymi nie przekazują pieniędzy podmiotom zagrożonym bankructwem, zwłaszcza jeśli do wyboru mają firmy będące w dobrej sytuacji finansowej, radzące sobie na rynku. Oceny dokonywane są przez ekspertów zewnętrznych w ramach oceny merytorycznej, na podstawie dokumentacji aplikacyjnej, w tym wniosku o dofinansowanie oraz biznesplanu. Ten ostatni w swojej konstrukcji zawiera cele inwestycji, harmonogram, plan sprzedaży i marketingu, a także plan finansowy.

3. Metody oceny efektywności finansowej inwestycji rzeczowych

Ocena efektywności finansowej inwestycji jest ostatnim elementem biznesplanu i jednocześnie decydującym. Pozwala odpowiedzieć na pytanie, czy dany projekt warto realizować, czy też jego przeprowadzenie będzie prowadziło do marnotrawienia kapitału. Celem każdej inwestycji jest poprawa konkurencyjności firmy, co bezpośrednio przyczynia się do wzrostu sprzedaży, generowania nadwyżek finansowych, a w konsekwencji do wzrostu wartości firmy. Wszystkie poprzedzające elementy biznesplanu, takie jak plan marketingowy czy plan technologiczno-techniczny dostarczają danych wejściowych do planu finansowego, umożliwiając weryfikację dochodowości i opłacalności inwestycji. Wskaźniki efektywności finansowej są jednym z kryteriów oceny merytorycznej wniosku o dofinansowanie. Ujemne wskaźniki prowadzą do odrzucenia wniosku ze względu na niespełnienie kryterium wykonalności finansowej [www.dip.pl].

Instytucje organizujące konkursy, w których rozdysponowuje się środki unijne, do oceny efektywności finansowej wymagają stosowania metod uwzględniających zmianę wartości pieniądza w czasie, a więc metod zdyskontowanych. Metody te uważane są za najbardziej precyzyjne ze względu na to, że umożliwiają określenie dokładnego rozkładu planowanych wpływów oraz wydatków związanych z inwestycją. Pokazanie wartości obecnej przyszłych przepływów pieniężnych pozwala na wyciąganie wniosków i podejmowanie racjonalnych decyzji [Sierpińska, Jachna 2007, s. 476-477].

Istnieją dwie najpopularniejsze metody oparte na powyższych założeniach: metoda wartości bieżącej netto i metoda wewnętrznej stopy zwrotu.

a) Metoda wartości bieżącej netto (*Net Present Value* – NPV)

Zaktualizowaną wartość netto określa się jako wartość bieżącą wszystkich wpływów i wydatków inwestycji, w fazie zarówno realizacji, jak i eksploatacji projektu. NPV wyliczane jest poprzez zdyskontowanie salda przepływów pieniężnych dla każdego roku, a następnie zsumowanie tych wartości [Szczepański, Szyszko 2007, s. 417]. W przypadku tej metody inwestycja powinna zostać zrealizowana, jeśli NPV równe jest przynajmniej 0. Innymi słowy korzyści z jej realizacji przewyższają koszty, co bezpośrednio prowadzi do wzrostu wartości inwestora.

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} - I_0, \quad (1)$$

gdzie: NPV – wartość bieżąca netto,

CF_t – przepływy gotówkowe w okresie t ,

r – stopa dyskonta,

I_0 – nakłady początkowe,

t – kolejne okresy (najczęściej lata) eksploatacji inwestycji.

b) Metoda wewnętrznej stopy zwrotu (*Internal Rate of Return* – IRR). Określa ona taką wartość stopy dyskonta, przy której *Net Present Value* jest równe 0. Zatem jest to stopa dyskonta, przy której wartość bieżąca wpływów pieniężnych jest równoważna wydatkom związanym z realizacją i eksploatacją projektu [Szczepański, Szyszko 2007, s. 420]. IRR pozwala precyzyjnie wyznaczyć minimalną stopę rentowności, powyżej której projekt jest opłacalny i powinien zostać zrealizowany.

$$\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} - I_0 = 0, \quad (2)$$

gdzie: CF_t – przepływy gotówkowe w okresie t ,

r – stopa dyskonta,

I_0 – nakłady początkowe,

t – kolejne okresy (najczęściej lata) eksploatacji inwestycji.

4. Stopa dyskonta w projektach unijnych realizowanych przez przedsiębiorstwa

Największe znaczenie w zastosowaniu metody NPV ma przyjęcie właściwej stopy dyskonta, która powinna odzwierciedlać średnioważony koszt kapitału. Inwestycje mogą być finansowane poprzez kapitały właścicieli lub też pożyczkodawców. Oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji finansowych kapitałem własnym powinna przewyższać sumę stopy wolnej od ryzyka oraz premii za ryzyko związane inwestycją. Stanowi ona koszt kapitału własnego, który jest jednym z elementów średnioważonego kosztu kapitału. Stopa zwrotu dla pożyczkodawców powinna uwzględniać ryzyko związane z brakiem spłaty zobowiązań i nazywana jest kosztem długu firmy. W zależności od tego, jaka jest struktura długu i kapitałów własnych, można wyznaczyć średnioważony koszt kapitału, który powinien uwzględniać ryzyko działalności przedsiębiorstwa. Ryzyko to powinno dotyczyć zarówno zagrożeń rynkowych, jak i zagrożeń specyficznych dla danego podmiotu, wynikających z branży w jakiej funkcjonuje.

Institucje zarządzające funduszami unijnymi narzucają przedsiębiorstwom ocenę projektu inwestycyjnego przy danej stopie dyskonta: 5% dla analizy przeprowadzanej w cenach realnych oraz 8% dla analizy w cenach nominalnych. W tym miejscu należy zadać pytanie, czy jest to właściwe podejście? Dlaczego instytucje odpowiedzialne za oceny projektów, w tym biznesplanów, przyjęły takie wartości stopy dyskonta? Wydaje się, że autorom wytycznych, czyli dokumentów, na których podstawie należy przygotować biznesplan i wniosek o dofinansowanie, chodziło o możliwość porównania projektów według podobnych kryteriów. Dlatego też wskaźniki NPV oraz IRR oblicza się na podstawie przepływów tylko z 5 lat bez względu na to, czy przewidywany okres trwania projektu będzie dłuższy.

Z funduszy unijnych przeznaczonych dla przedsiębiorstw w głównej mierze finansuje się małe i średnie przedsiębiorstwa. Właściciele tych firm zazwyczaj inwestują w nie cały swój kapitał, oczekując tym samym określonej premii za ryzyko. Firmy te narażone są zarówno na ryzyko rynkowe, jak i na ryzyko specyficzne dla danego podmiotu działającego na określonych rynkach, w określonych branżach. Ryzyko prowadzenia działalności w branży technologicznej jest znacznie większe niż w branży spożywczej, co wynika głównie z postępu technologicznego w tej pierwszej. W branży spożywczej oferowane produkty mają w przeważającej większości charakter dóbr podstawowych, na które popyt jest znacznie mniej elastyczny niż na dobra luksusowe. Takie wnioski powinny rzutować na określenie wymaganej stopy zwrotu. Im bardziej ryzykowna jest branża, w której planowana jest inwestycja, tym wyższa powinna być oczekiwana stopa zwrotu.

Inwestycje unijne bardzo często współfinansowane są długiem – kredytem inwestycyjnym lub leasingiem, co również zwiększa ryzyko działalności przedsiębiorstw. Wzrost zadłużenia prowadzi do zmniejszenia elastyczności firmy przez to, że w każdym okresie musi spłacić ratę zadłużenia zgodnie z ustalonym harmonogramem

płatności. Im większa liczba zobowiązań, tym większe ryzyko bankructwa danego podmiotu, dlatego takiemu zjawisku towarzyszy wzrost kosztu długu. Wierzyciele oczekują wyższych stóp zwrotu ze względu na to, że pojawia się prawdopodobieństwo niedotrzymania warunków umowy kredytowej.

Jednym z warunków przyznania dotacji unijnej dla przedsiębiorstwa wybranego do dofinansowania jest konieczność przedstawienia oświadczenia, w którym deklaruje się utrzymanie efektów projektu przez okres co najmniej 3 lat dla MŚP oraz 5 lat dla dużych przedsiębiorstw. Beneficjent dofinansowania nie może zbankrutować w tym okresie, gdyż w przeciwnym razie zostaną uruchomione przeciwko niemu zabezpieczenia o charakterze prawnym. Instytucje zarządzające funduszami unijnymi najczęściej zabezpieczają umowy o dofinansowanie weksłami *in blanco* oraz poręczeniami. Niedotrzymanie warunków umowy wiąże się z koniecznością zwrotu kwoty dotacji wraz z odsetkami ustawowymi.

Intencje urzędników dotyczące wyboru odpowiednich przedsiębiorców przy jednoczesnej próbie zagwarantowania realizacji inwestycji są niezrozumiałe. Doprowadzono do sytuacji, w której wymaga się oceny opłacalności inwestycji przy zastosowaniu stóp dyskonta, które nie odzwierciedlają ryzyka, na jakie narażone są firmy, a przez to pokazują zbyt optymistyczne wyniki efektywności planowanych inwestycji.

Odpowiednim doborem kosztu kapitału powinny być zainteresowane wszystkie podmioty uczestniczące w projekcie współfinansowanym ze środków UE: przedsiębiorstwo, bank finansujący kredytem komercyjnym czy też dawca dotacji bezzwrotnej.

Przedsiębiorstwo musi wiedzieć, czy dana inwestycja jest opłacalna i czy zwiększa wartość przedsiębiorstwa. Nie należy bowiem realizować inwestycji, które prowadzą do zmniejszenia wartości firmy. Powoduje to w długim okresie utratę płynności oraz bankructwa. Także bank jest zainteresowany prognozą, czy będą generowane nadwyżki środków pieniężnych, które zapewnią terminową spłatę zobowiązań. Sama instytucja, przekazując dotację bezzwrotną, powinna wybierać takie projekty, których wskaźniki są najkorzystniejsze, biorąc pod uwagę ryzyko oraz koszt kapitału, jaki ponosi dane przedsiębiorstwo. Nie wolno na równi traktować inwestycji w branży spożywczej oraz informatycznej, gdzie postęp technologiczny może spowodować, że za kilka lata podmiot przestanie być konkurencyjny ze względu lukę technologiczną.

5. Szacowanie kosztu kapitału własnego w przedsiębiorstwach nie notowanych na giełdzie przy zastosowaniu modelu CAPM

Najpopularniejszym modelem wykorzystywanym do oszacowania kosztu kapitału własnego przedsiębiorstwa jest model wyceny aktywów kapitałowych, po angielsku *Capital Asset Pricing Model*, w skrócie CAPM. Jego atrakcyjność wynika z faktu, że jest on dość prosty w zastosowaniu. Inne, bardziej skomplikowane modele nie dają

dokładniejszych wyników niż model CAPM [Damodaran 2007, s. 293]. Ogromną zaletą przedmiotowego modelu jest również to, iż umożliwia prognozowanie ryzyka w przyszłości.

$$C_e = R_f + \beta \times R_p, \quad (3)$$

gdzie: C_e – koszt kapitału własnego,

R_f – stopa wolna od ryzyka,

R_p – premia za ryzyko rynkowe,

β – współczynnik stopnia inwestycyjnego ryzyka rynkowego (systematycznego).

Istnieje wiele badań, które pokazują sposób obliczania kosztu kapitału własnego dla spółek publicznych notowanych na giełdzie. Niewiele jest jednak publikacji obrazujących sposób mierzenia ryzyka dla spółek nie notowanych na giełdzie, a więc podmiotów, które stanowią większość beneficjentów pomocy unijnej. Dlatego w dalszej części niniejszego opracowania zostanie przybliżony sposób szacowania współczynnika β dla spółek prywatnych.

Jednym z założeń modelu CAPM jest duży stopień dywersyfikacji akcjonariuszy danej spółki. Jest to założenie, które może zostać potwierdzone w przypadku podmiotu notowanego na giełdzie, którego akcjonariusze mają akcje wielu różnych spółek. Biorą oni pod uwagę jedynie ryzyko rynkowe które jest zmierzone wskaźnikiem β . W przypadku firm prywatnych sytuacja jest zupełnie inna. Właściciele inwestują w nie nierzadko cały swój majątek, dlatego dla nich ważne jest nie tylko ryzyko rynkowe, ale także ryzyko specyficzne dla danej firmy.

A. Damodaran z New York University Stern School of Business proponuje liczenie kosztu kapitału własnego spółek nie notowanych na giełdzie na podstawie wskaźników β całkowitych (z ang. *bottom up beta*) [Damodaran 2010, s. 139]. Amerykański naukowiec opracował wskaźniki β niezadłużone (a więc ukazujące ryzyko firmy bez uwzględnienia zadłużenia) na podstawie średnich danych dla przedsiębiorstw notowanych w danym sektorze, branży. Aby oszacować wskaźnik β dla spółki, w której właściciele są niezdywersyfikowani, tj. nastawieni na ryzyko zarówno, jak i specyficzne, proponuje on skorygować wskaźnik β o współczynnik korelacji z rynkiem. Współczynnik korelacji pokazuje, w jakim stopniu przedsiębiorstwo jest narażone na ryzyko rynkowe. Po zastosowaniu korekty wskaźnik β całkowity niezadłużony będzie odzwierciedlał ryzyko zarówno rynkowe, jak i specyficzne dla danej branży. Oczywiście, jeśli podmiot finansuje się długiem, konieczne będzie odpowiednie przekształcenie z zastosowaniem wzoru Hamady.

Przykład. Obliczanie wskaźnika β dla firmy z branży tytoniowej.

Wskaźnik β niezadłużony dla spółek notowanych na giełdzie branży tytoniowej wynosi przeciętnie 0,71 i odzwierciedla jedynie ryzyko rynkowe.

Współczynnik korelacji z rynkiem wynosi 35,98%.

Wskaźnik β niezadłużony dla spółki wynosi zatem $0,71/0,3598 = 1,97$ i odzwierciedla ryzyko zarówno rynkowe, jak i specyficzne dla danej branży (przy założeniu, że firma nie finansuje się długiem).

Dawcy kapitału, którzy inwestują w ryzykowne przedsięwzięcia, oczekują określonej premii za ryzyko, która powinna być elementem składowym kosztu kapitału własnego wraz ze stopą wolną od ryzyka, np. rentownością obligacji państwowych (przykłady kilku państw europejskich, takich jak chociażby Grecja, nie potwierdzają tej zasady we wszystkich przypadkach). Aktualna rentowność polskich obligacji pięcioletnich wynosi 5,04% w skali roku², natomiast premia za ryzyko rynkowe w Polsce sięga 6,69% (suma premii za ryzyko na rynkach dojrzałych, tj. USA, 5,11% oraz premii za ryzyko specyficzne dla Polski, wynikającej z oceny ratingowej 1,58% dla ratingu A2 wydanej przez Moody's).

Mając komplet danych, jesteśmy w stanie obliczyć koszt kapitału własnego ze wzoru (3):

$$C_e = 5,11\% + 1,97 \times 6,69\% = 18,28\%.$$

6. Wnioski końcowe

Polskie instytucje zarządzające funduszami unijnymi wymagają, aby inwestycje planowane do dofinansowania oceniane były pod względem efektywności finansowej za pomocą metod NPV oraz IRR. Jest to właściwe podejście ze względu na to, że metody te uwzględniają zmianę wartości pieniądza w czasie. Jednakże stosowanie jednolitych stóp dyskonta: 5% dla analiz w cenach realnych oraz 8% dla analiz w cenach nominalnych, nie odzwierciedla rzeczywistych warunków rynkowych, w tym ryzyka, na jakie narażone są podmioty w różnych branżach. Precyzyjne określenie stopy dyskonta leży w interesie wszystkich zainteresowanych, zarówno beneficjentów pomocy unijnej, jak i instytucji organizujących konkursy o dofinansowanie.

Literatura

Burnat-Mikosz M., Gwiazda M., Kosewska-Kwaśny M., *Programy pomocowe oraz dotacje UE dla przedsiębiorców 2007-2013*, C.H. Beck, Warszawa 2008.

Damodaran A., *Applied Corporate Finance*, Wiley & Sons, New York 2010.

Damodaran A., *Finanse korporacyjne*, Helion, Gliwice 2007.

http://bossa.pl/index.jsp?layout=rn01&page=5&news_cat_id=74.

Sierpińska M., Jachna T., *Metody podejmowania decyzji finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.

Szczepański J., Szyszko L., *Finanse przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.

Świerszcz K., *Skuteczny biznesplan a fundusze europejskie*, WWN, Wrocław 2010.

www.dip.pl.

www.mrrgov.pl.

² http://bossa.pl/index.jsp?layout=rn01&page=5&news_cat_id=74.

FINANCIAL EFFICIENCY EVALUATION OF TANGIBLE INVESTMENTS, CO-FINANCED FROM EUROPEAN UNION FUNDS

Summary: European Union Funds have given Polish entrepreneurs a chance to introduce investments in innovations that are supposed to improve their competitive advantage. Institutions that decide which projects to choose for co-financing require many different documents including business plans of investments. One of the requirements is verifying financial efficiency of an investment using discounted cash flow methods. Entrepreneurs are obliged to use 5% discount rate for the analysis in real prices and 8% for the analysis in nominal prices. In this paper the author presents the results of such actions and proposes to calculate the cost of the capital for the enterprises not quoted on the stock market.