

Борис ПОГРІЩУК, Володимир КОЗЛОВСЬКИЙ

МЕТОДОЛОГІЯ ДОСЛІДЖЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ В УКРАЇНІ: СТАН І НАПРЯМКИ РОЗВИТКУ

Досліджено питання методології дослідження інвестиційних процесів в Україні. Визначено зміст понять "інвестиційний клімат" та "інвестиційна привабливість", а також показників їх оцінки. Проаналізовано можливість використання міжнародних рейтингових систем оцінки інвестиційного клімату в Україні. Запропоновано рейтингову модель оцінки інвестиційної привабливості інвестицій на рівні регіону.

Для України, яка перебуває на шляху трансформаційних перетворень, проблема залучення інвестицій для забезпечення прискореного розвитку економіки є вкрай актуальною. Тому вдосконалення системи управління інвестиційними процесами, підвищення наукової обґрунтованості та комплексності досліджень з даної проблематики стає для вітчизняних економістів одним із головних завдань сьогодення.

Як відомо, найбільш узагальнюючими характеристиками інвестиційних процесів є поняття "інвестиційний клімат" та "інвестиційна привабливість" [1]. Ці поняття подібні, оскільки вони враховують максимальну кількість факторів, що впливають на процес прийняття інвестиційних рішень та подальшу реалізацію інвестиційних проектів [2]. Разом із цим, поняттям "інвестиційна привабливість" оперують у випадках, коли приймають рішення щодо вибору місця (варіанту розміщення) майбутніх інвестицій. Іншими словами, привабливість – це тільки сигнал, запрошення до інвестора вкласти власні кошти в розвиток країни (регіону, галузі, підприємства) з подальшим отриманням прибутку. Тому науковці, як правило, акцентують увагу саме на розробці методик оцінювання інвестиційної привабливості економіки країни та окремих її галузей з метою обґрунтування доцільності та ефективності залучення інвестицій.

Оскільки будь-який інвестиційний проект може бути реалізований там, де для цього є відповідні умови, то привабливість інвестиційного проекту, в першу чергу, залежить від пріоритетності країни, регіону, галузі та підприємства. Іншими словами, для стратегічного інвестора не будуть достатньо переконливими аргументи щодо вкладення інвестиційних ресурсів у те чи інше підприємство, якщо розвиток даної галузі в масштабах країни чи регіону перебуває в несприятливому стані.

Виходячи з багатофакторного характеру самого поняття "інвестиційна привабливість", її оцінювання, на думку багатьох авторів, доцільно здійснювати за такими рівнями [3]:

- міждержавне оцінювання інвестиційної привабливості економічної системи, яке дає змогу інвестору вибрати країну інвестування;
- міжгалузеве оцінювання інвестиційної привабливості, яке дає змогу інвестору вибрати відповідну галузь-реципієнт в обраній країні;
- мікререгіональне оцінювання інвестиційної привабливості, яке дає змогу інвестору вибрати регіон-реципієнт в обраній країні;
- міжпідприємницьке оцінювання інвестиційної привабливості, яке дає змогу інвестору вибрати підприємство-реципієнт в обраній галузі та в обраному регіоні інвестування;
- міжпроектне оцінювання інвестиційної привабливості, яке дає змогу інвестору вибрати прийнятний інвестиційний проект для даного підприємства в обраній галузі та обраному регіоні інвестування.

Аналізуючи методики оцінювання інвестиційної привабливості, слід зазначити, що історія розробки порівняльних оцінок інвестиційної привабливості чи інвестиційного клімату країн світу та регіонів нараховує близько 40 років. Одним із перших у цій галузі було дослідження, науковців Гарвардської школи бізнесу, коли в основу оцінювання була покладена експертна шкала, яка базувалась на вивченні таких характеристик: інвестиційного законодавства як для іноземних, так і для національних інвесторів; можливостей вивезення капіталу; стійкості національної валюти; політичної ситуації в країні; рівня

інфляції в країні; можливостей залучення національного капіталу даної країни [4].

Конференція ООН з торгівлі і розвитку ЮНКТАД для оцінювання інвестиційної привабливості країни пропонує використовувати два показники, ще характеризують позиції різних країн на світовому ринку інвестицій:

- "індекс фактичного стану із залучення інвестицій" ІФС, який розраховується як відношення частки країни-реципієнта в обсягах світових іноземних інвестицій до її частки у світовому ВВП;
- "індекс потенціалу із ввезення інвестицій" ІП, який розраховується як середньоарифметичне значення із восьми показників: темпів зростання ВВП країни; величини ВВП на душу населення; частки експорту країни у її ВВП; кількості телефонних ліній на 1000 жителів країни; величини комерційного енерговикористання на душу населення; частки витрат на науково-дослідні та експериментально-конструкторські розробки в структурі ВВП; частки студентів вищих навчальних закладів у загальній кількості навчальних закладів; кількості політичних та комерційних ризиків у країні.

Найвідомішими авторитетними системами оцінок інвестиційного клімату є рейтинги Institutional Investor, Euromoney та BERI (Business Environment Risk Index).

Рейтинг Institutional Investor – це насамперед рейтинг (оцінка) кредитоспроможності країни. Він складається експертами ста провідних міжнародних банків. Таке оцінювання здійснюють кожних півроку за комплексним показником, що враховує різні аспекти і параметри платоспроможності та інвестиційної привабливості 135 країн.

Рейтинг Euromoney базується на дослідженні трьох груп індикаторів: ринкових – 40%; кредитних – 20%; політико-економічних, які включають політичний ризик, економічний стан та прогноз економічного розвитку – 40%.

Велика кількість характеристик використовується для розрахунку інвестиційного рейтингу, який визначається інформаційною системою BERI. До таких характеристик належать [1]:

- наявність політичної стабільності в країні, питома вага якої в рейтингу – в 12%;
- захист державою зарубіжних інвестицій та прибутку – 6%;
- можливість здійснення в країні націоналізації підприємств – 6%;
- ймовірність девальвації національної валюти – 6%;
- стан платіжного балансу країни – 6%;
- наявність у країні бюрократичних перешкод – 4%;
- темпи економічного зростання в країні – 10%;
- ступінь конвертованості національної валюти – 10%;
- ймовірність успішного виконання укладених в країні зовнішньоекономічних угод – 6%;
- обґрунтовані витрати на заробітну плату та достатній рівень продуктивності праці – 8%;
- можливість використання послуг експертів у юридичній сфері, бухгалтерії, в сфері маркетингу – 2%;
- ефективність транспортної інфраструктури країни – 4%;
- можливість залучати до реалізації інвестиційних проектів капітал місцевих підприємств – 4%;
- можливість для інвестора залучати короткострокові кредити – 8%;
- можливість для інвестора залучати довгострокові кредити – 8%.

Портфельні інвестори при прийнятті інвестиційних рішень орієнтуються на спеціалізовані рейтинги, які розробляються відомими експертними агентствами Moody's, Standard & Poor's, IBCA. Підходи цих агентств до оцінювання інвестиційної привабливості базуються на методиці, яка передбачає аналіз можливостей емітента виплачувати борг і відсотки за певними критеріями.

Слід також зазначити, що провідні економічні журнали світу "Fortune", "The Economist" та інші періодично публікують національні рейтинги інвестиційного клімату в країнах світу. Цікавим є те, що в Японії використовують описові характеристики інвестиційного клімату без спроб його кількісної оцінки.

Стосовно України варто зазначити, що поява в нашій країні замість єдиного інвестора – держави – багатьох самостійних господарюючих суб'єктів і потенційних інвесторів, а також прихід на вітчизняний ринок іноземних інвесторів обумовили потребу в удосконаленні методик оцінювання інвестиційної привабливості окремих регіонів. Справа в тому, що, оскільки регіони мають значні відмінності від країни загалом, то механічне використання відомих і апробованих у міжнародній практиці методик та

індикаторів виявилось неефективним. Розуміння даної проблеми привело до того, що в останні роки вітчизняні та зарубіжні науковці ведуться активний пошук нових методів оцінювання інвестиційної привабливості регіонів, адаптованих до реальних економічних умов.

Реальне та достовірне оцінювання інвестиційної привабливості регіонів України відкриває значні можливості для поліпшення інвестиційної діяльності, дозволяє розробляти інвестиційну стратегію багатьох компаній і фірм на довгострокову перспективу з урахуванням регіональних чинників.

Одна з перших методик оцінювання інвестиційної привабливості регіонів України була розроблена під керівництвом І. Бланка, який запропонував здійснювати оцінювання інвестиційної привабливості регіонів на статистичних даних розвитку даного регіону, а саме [5]:

- рівні розвитку економіки регіону (значущість 35%);
- рівні розвитку інвестиційної інфраструктури (15%);
- демографічній характеристиці регіону (15%);
- рівні розвитку ринкових відносин та ринкової інфраструктури (25%);
- наявність екологічного, інвестиційного, політичного, кредитного, комерційного, валютного ризиків (10%).

Інтегральний показник оцінки інвестиційної привабливості регіонів визначається як сума добутків значень кожного синтетичного показника на його вагомість у загальній оцінці.

С. Гуткевич висловив думку, що в основу моделі оцінки інвестиційної привабливості регіонів має бути покладена система показників, запропонована І. Бланком, але в той же час він виокремлює три стадії побудови рейтингу: попередню (визначення системи оцінок, характеристика об'єктів інвестування); розрахунок оціночних показників (якісні, кількісні); побудова підсумкового рейтингу (визначення відносного ризику, складання ранжованого ряду, виділення найбільш привабливих об'єктів) [6].

У багатьох дослідженнях для проведення порівняльного аналізу інвестиційної привабливості та пріоритетності регіонів пропонується використовувати модель у вигляді таблиці-матриці. Вона включає регіони як об'єкти інвестування і показники, що характеризують їх інвестиційну привабливість і пріоритетність. Кількісні показники представлені обсягом інвестицій та їх дохідністю, а якісні – спрямуванням інвестицій і ранжуванням регіонів за інвестиційною привабливістю.

Як вихідні дані для оцінювання інвестиційної привабливості регіонів О. Сталінська пропонує використати: чисельність населення; темпи приросту (зниження) виробництва промислової продукції; виробництво товарів народного споживання; темпи зростання обсягів продукції сільського господарства; вкладення інвестицій в основний капітал; фінансові результати основної діяльності до оподаткування; обсяг експорту товарів; обсяг кредиторської заборгованості; заробітна плата одного працівника; заборгованість виплати заробітної плати [7].

Є й інші пропозиції. Так, Г. Гоголь до основних чинників, які забезпечують інвестиційну привабливість, відносить такі показники: рівень інфляції; правовий захист інвесторів; рівень податкового тиску; функціонування вільних економічних зон; характер митної політики [8].

Значний внесок у розробку методик оцінювання інвестиційної привабливості зробив А. Пересада, який виділяє п'ять груп чинників, під впливом яких формується інвестиційний клімат, а саме: рівень розвитку продуктивних сил та стан інвестиційного ринку; політична воля влади та правове поле держави; стан фінансово-кредитної системи та діяльність фінансових посередників; статус іноземного інвестора; інвестиційна активність населення. Під впливом вказаних чинників, на думку А. Пересади, формуються чотири типи середовищ, які є фактично складовими інвестиційного клімату: політико-правове, соціально-культурне, економічне та інституціонально-інфраструктурне середовище.

Г. Прибіткова [9] для оцінки інвестиційної привабливості галузевої економіки пропонує методологію, в якій пріоритет надано групі економічних індикаторів, а саме:

- величині виробничого потенціалу підприємств даної галузі;
- фінансовим результатам діяльності підприємств галузі;
- інвестиційній активності підприємств галузі;
- трудовому потенціалу підприємств галузі.

В. Кардаш основними показниками інвестиційної привабливості галузі вважає дохідність інвестицій, перспективність розвитку галузі та рівень інвестиційних ризиків [10]. А. Черваньов при визначенні інвестиційної привабливості окремої сфери діяльності пропонує враховувати такі фактори: важливість галузі; рівень конкуренції в ній; рівень державного втручання в розвиток галузі; соціальна значущість сфери діяльності; фінансові умови роботи галузі.

Таким чином, можна зробити висновок, що в основу методик оцінювання інвестиційної привабливості в більшості випадків покладені показники, які дають повну картину перспективності інвестування в певні об'єкти. При оцінці інвестиційної привабливості вітчизняні науковці, як правило, використовують рейтингові моделі. Саме вони впливають на рішення інвесторів щодо інвестування тих чи інших об'єктів, тобто інвестори вкладатимуть кошти в ті об'єкти, де умови інвестування будуть сприятливіші, а результати – успішніші. Такі рішення приймаються шляхом вибору більш ефективних варіантів серед сукупності можливих. Тобто, в основі рішення про інвестування лежить принцип порівняння і вибору найкращого варіанту з можливих.

На наш погляд, рейтингову модель можна використати для оцінювання інвестиційної привабливості підприємств регіону. Побудова цієї моделі передбачає наявність етапів робіт, наведених на рис. 1. Перш за все, для обчислення показників інвестиційної привабливості підприємств регіону потрібно визначити систему відповідних показників за кожним із напрямів інвестиційної привабливості. Оскільки ці показники різноманітні і спеціалізовані, то доцільно використовувати комплексний підхід, що ґрунтується на використанні показників, які найбільш поширені, апробовані й відповідають економічній ситуації, що склалася в даному регіоні. Але при цьому зазначимо, що всі показники повинні вимірюватись у відносній формі, (відсотки, індекси, в розрахунку на особу і т. і.), оскільки рівень інвестиційної привабливості, на наш погляд, не повинен залежати від чисельності населення, розмірів території та інших критеріїв.



Рис. 1. Рейтингова модель оцінювання інвестиційної привабливості підприємств регіону

При підготовці вхідних даних для оцінювання інвестиційної привабливості використовується матричний метод. У матрицях по вертикалі розташовуються об'єкти інвестування, по горизонталі – показники, які характеризують інвестиційну привабливість. У загальному матриця спостережень матиме такий вигляд:

$$X_{\text{прив.}} = \begin{pmatrix} X_{11} & X_{12} & \dots & X_{1i} \\ X_{21} & X_{22} & \dots & X_{2i} \\ \dots & \dots & \dots & \dots \\ X_{j1} & X_{j2} & \dots & X_{ji} \end{pmatrix}, \quad (1)$$

де x_{ij} – значення показників;

i – кількість показників оцінки інвестиційної привабливості;

j – кількість об'єктів інвестування для оцінювання.

Подальша процедура оцінювання інвестиційної привабливості підприємств регіону передбачає визначення позитивної і негативної дії показників, виходячи з їх пріоритетності для інвесторів. За основу слід брати як економічний зміст обраних показників, так і вимоги інвесторів щодо доцільності інвестування, оскільки окремі показники з точки зору їх економічної характеристики для регіону можуть мати негативне значення, а для інвесторів – бути прийнятними. Наприклад, значний рівень зносу основних фондів може бути позитивним чинником, оскільки навіть незначне технічне переоснащення, зроблене за рахунок інвестора, одразу дасть значний економічний результат.

Наступним кроком є розрахунок індивідуальних індексів показників позитивної і негативної дії на інвестиційну привабливість кожного з об'єктів інвестування. Для обчислення індивідуальних індексів

за показниками, що мають позитивну дію (\overline{X}_{ij}^+), доцільно використати формулу:

$$\overline{X}_{ij}^+ = \frac{X_{\max}^+ - X_{ij}^+}{X_{\max}^+ - X_{\min}^+}, \quad (2)$$

де X_{\max}^+ – максимальне значення показників позитивної дії;

X_{ij}^+ – значення $i^{\text{го}}$ показника позитивної дії $j^{\text{го}}$ об'єкта інвестування;

X_{\min}^+ – мінімальне значення показників позитивної дії.

Для обчислення індивідуальних індексів за показниками, що мають негативну дію (\overline{X}_{ij}^-), доцільно використати іншу формулу:

$$\overline{X}_{ij}^- = \frac{X_{ij}^- - X_{\min}^-}{X_{\max}^- - X_{\min}^-}, \quad (3)$$

де X_{\max}^- – максимальне значення показників негативної дії;

X_{ij}^- – значення $i^{\text{го}}$ показника негативної дії $j^{\text{го}}$ об'єкта інвестування;

X_{\min}^- – мінімальне значення показників негативної дії.

Розрахунок інтегральних індексів (оцінок) інвестиційної привабливості ($\overline{X}_{\text{прив.}}$) може бути здійснено за формулою:

$$\bar{X}_{\text{прив}} = \frac{\sum_{j=1}^{i^+} \bar{X}_{ij}^+ + \sum_{j=1}^{i^-} \bar{X}_{ij}^-}{i}, \quad (4)$$

де i^+ – кількість показників позитивної дії;

i^- – кількість показників негативної дії;

i – загальна кількість показників оцінки інвестиційної привабливості позитивної та негативної дії.

На основі розрахованого інтегрального індексу здійснюється ранжування об'єктів інвестування за рівнем інвестиційної привабливості.

На наш погляд, запропонована модель сприятиме створенню єдиної методології оцінювання інвестиційної привабливості підприємств на регіональному рівні.

Література

1. Козловський С. В., Герасименко Ю. В. *Моделювання інвестиційних процесів в агропромисловому комплексі України*. Монографія. – Вінниця: Глобус-Прес, 2007. – 136 с.
2. Благодатний В. І., Абсава Л. О. *Прогнозування інвестиційної привабливості аграрного сектору Херсонської області* // Вісник Академії економічних наук України. – 2003. – № 2. – С. 16–20.
3. Анисеева А. *Актуальные проблемы инвестиционных рейтингов регионов в России* // Инвестиции в России. – 2005. – № 5. – С. 3–7.
4. Гайдучий А. П. *Оцінка інвестиційної привабливості економіки* // Економіка і прогнозування. – 2004. – № 4. – С. 119–129.
5. Бланк И. А. *Финансовый менеджмент*. – К.: МП "ИТЕМ ЛТД", "Юнайтед Лондон Трейд Лимитед", 1995. – 448 с.
6. Гуткевич С. О. *Інвестиційний клімат в Україні* // Економіка і управління. – №. – С. 57–64.
7. Сталинская Е. *Оценка инвестиционной привлекательности регионов Украины* // Економіст. – 2003 – № 9 (вересень). – С. 68–69.
8. Гоголь Г. П. *Можливість та шляхи залучення інвестицій* // Менеджмент і міжнародне підприємництво: 3б. матер. Міжнар. наук.-практ. конференції. – Львів, 2001. – С. 26.
9. Прибыткова Г. *Методологические подходы к оценке инвестиционной привлекательности как основы разработки инвестиционной политики* // Инвестиции в России. – 2005. – № 3. – С. 3–9.
10. Кардаш В. І. *Рівень державної підтримки галузі як додатковий показник, що визначає її інвестиційну привабливість* // Вісник державного університету "Львівська політехніка". Вип. № 369. *Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку*. – Львів, 1999. – С. 129–132.