



Економіка та становлення нової системи господарювання



*Носова О.В., д-р екон. наук
Національний університет внутрішніх справ*

ОЦІНКА ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ УКРАЇНИ: ОСНОВНІ ПІДХОДИ

Розглядаються основні методики оцінки інвестиційної привабливості на рівні країни, галузі, регіону, підприємства. Автором запропоновано підхід багаторівневої інтегральної оцінки інвестиційної привабливості, що ґрунтується на максимізації узагальнюючих інтегральних показників інвестиційної привабливості окремої країни, галузі, регіону та підприємства.

Створення сприятливого інвестиційного клімату в Україні є одним з актуальних завдань поточного етапу економічного розвитку. Інвестиційний клімат являє собою складне поняття, якому іноземні інвестори призначають важливу роль у процесі прийняття інвестиційних рішень. Його оцінка ґрунтується на аналізі як об'єктивних факторів, обумовлених природними умовами, так і на обліку суб'єктивних факторів, що виникають у процесі економічної діяльності окремих суб'єктів. Під інвестиційним кліматом ряд авторів розуміє ступінь сприятливості ситуації, що складається в тій чи іншій країні (галузі, регіоні, підприємстві), стосовно інвестицій, що могли б бути зроблені в країну (галузь, регіон, підприємство) [1, с. 14]. У більшості робіт порівнюються параметри інвестиційного потенціалу й інвестиційного ризику, що характеризують політичну стабільність, дотримання податкового законодавства, незмінність правового законодавства, кадрову стабільність. У ряді інших досліджень оцінка інвестиційного клімату здійснюється на основі порівняння рівня ризику й прибутковості інвестицій. При його визначенні використовуються показники політичних та економічних ризиків, строку окупності, поточної вартості інвестицій, норми прибутковості інвестицій.

Серед найчастіше застосовуваних методик оцінки інвестиційного клімату варто виділити універсальний метод, порівняльний аналіз і бальну оцінку інвестиційних можливостей країни [2, с. 145–158]. Універсальний метод враховує максимальну кількість економічних характеристик інвестиційного клімату. Порівняльний аналіз інвестиційного клімату виробляється на основі оцінки темпів і перспектив проведення реформ, визначенні інвестиційного



клімату в країнах Східної і Центральної Європи. Бальна оцінка інвестиційних можливостей країни ґрунтується на кількісному зіставленні основних показників інвестиційного клімату.

Інвестиційний клімат ми розглядаємо в рамках функціонуючої цілісної світової інвестиційної системи. Представимо інвестиційні процеси у вигляді багаторівневої системи інвестиційної привабливості. Вона включає такі підрівні: мегаінвестиційні відносини, що характеризують у цілому стан усіх інвестиційних факторів у світі, макроінвестиційні відносини, що визначають політичні, правові, економічні і соціальні параметри в рамках держави, мезоінвестиційні відносини, що пояснюють регіональні відносини, мікроінвестиційні відносини, що оцінюють реальні економічні, юридичні й культурні контакти іноземної фірми на рівні підприємства. Багаторівневий характер інвестиційної привабливості від мега- до мікрорівня розглядається іноземними інвесторами як єдине ціле. Сприятливий інвестиційний клімат може бути створений за допомогою узгодження з урахуванням природного і кадрового потенціалу відповідних правових, економічних і соціальних цілей економічних суб'єктів різних рівнів. Маючи на увазі близькість понять “інвестиційний клімат” і “інвестиційна привабливість”, будемо використовувати їх як тотожні категорії.

При прийнятті інвестиційного рішення про розміщення виробництва в тій чи іншій країні іноземний інвестор оцінює її потенційний інвестиційний ринок. Визначення інвестиційної привабливості належить до числа складних задач, розв'язання яких ґрунтується на застосуванні комплексного підходу. Так, І.О.Бланк одним із перших запропонував послідовність етапів вивчення інвестиційного ринку на рівні галузі, підгалузі, регіону, окремої компанії [3, с. 74]. Представимо багаторівневу структуру інвестиційного ринку на рівні країни, галузі, регіону, підприємства (цеху, ділянки). На кожному із зазначених рівнів застосовуються відповідні підходи й методики оцінки інвестиційної привабливості. В умовах рухливого інвестиційного середовища, що постійно змінюється, визначення довгострокового показника оцінки інвестиційної привабливості є проблематичним, оскільки основні фактори підлягають постійній зміні. Основне завдання наданої статті полягає в аналізі основних підходів до оцінки інвестиційної привабливості і пропозиції багаторівневої інтегральної оцінки інвестиційної привабливості.

Розглянемо найбільш розповсюджені підходи до оцінки інвестиційної привабливості, застосовувані в Україні. Ці підходи переважно базуються на використанні методу експертних оцінок і на аналізі статистичних даних по різних економічних показниках. Вони розрізняються переліком пропонованих респондентам питань, методикою збору інформації, виділенням груп економічних суб'єктів, серед яких проводиться вибірка і аналіз вірогідності отриманих результатів, а також критеріями, відповідно до яких виробляється



групування показників на кожному рівні від країни в цілому і до рівня окремого підприємства.

Базуючись на концепції Дж. Даннінга, слід зазначити, що Україна має порівняльні О (*ownership* – володіння власністю), L (*location* – місцеві переваги), І (*internationalization* – інтернаціоналізації) переваги в залученні іноземних інвестицій. До них належать відносні переваги, пов'язані з наявністю значних запасів ряду природних ресурсів, надлишком кваліфікованої робочої сили при відносно низькій її вартості, а також наявністю виробничих потужностей військово-промислового комплексу і деяких галузей важкої промисловості, що пустують і визначають економічну привабливість інвестування. Вигідне географічне положення в центрі Європи характеризує переваги місця розташування України. При цьому інвестиційні переваги не реалізуються належною мірою, зокрема у зв'язку з частою зміною інвестиційного законодавства, невизначеністю прав власності, взаємовідносин між державним і приватним секторами, нерозвиненістю внутрішнього ринку, відсутністю нормально функціонуючої податкової системи.

В перші після розпаду Радянського Союзу роки інвестиційна привабливість України була вище і значно знизилася в даний час. Початкові прогнози західних експертів щодо перспектив економічного розвитку України у період проголошення її незалежності в 1991 р., були багатообіцяючими. Проте потенційні інвестиційні переваги, що мала Україна на початковому етапі проведення трансформаційних перетворень, реалізовані не були. На відміну від інших східноєвропейських країн, в Україні відбулося зниження кваліфікації робочої сили. Надлишок кваліфікованих робітників перестав бути чинником привабливості вкладень капіталу іноземними інвесторами в країну.

Водночас аналіз найвідоміших підходів до оцінки інвестиційної привабливості країни показує, що міжнародні агентства як основні параметри використовують макроекономічні показники динаміки приросту і структури ВВП, стану платіжного балансу країни, фінансового ринку, обслуговування зовнішнього і внутрішнього боргу. Ціль проведених досліджень полягає в оцінці політичного, економічного і соціального стану країни. Серед різноманіття міжнародних методик оцінки інвестиційної привабливості варто виділити Moodys Investors Services, Standard & Poors Rating Services, Fitch Ratings, Heritage Foundation/Wall Street Journal, Transparency International, Euromoney, Economic Intelligence Union та інші.

Для дослідження найбільш важливих, на нашу думку, результатів зарубіжних рейтингів інвестиційної привабливості, розглянемо методику і висновки порівняльного аналізу інвестиційної привабливості, проведеного Світовим банком. Аналіз здійснювався на основі експертних оцінок за 1996 рік. Інвестиційна привабливість оцінювалася шляхом використання інтегрального показника, що охоплює економічні, політичні, законодавчі аспекти на основі



застосування чотирьохбальної системи. Найвища інвестиційна привабливість країни оцінюється одним балом, найнижчий рівень привабливості – чотирма. Країни з перехідною економікою були ранжирувані по чотирьох групах. У першу групу, найбільш привабливу для вкладення коштів іноземними інвесторами, входили Польща, Словенія, Угорщина, Хорватія, Македонія, Чехія і Словаччина. До четвертої групи, відповідно найбільш непривабливих країн для іноземних інвестицій, були віднесені такі країни як Узбекистан, Україна, Білорусь, Азербайджан, Таджикистан, Туркменістан [4, с. 21].

Аналіз макроекономічних моделей інвестиційної привабливості окремих країн і регіонів основі використання бальної оцінки щорічно проводиться “Heritage Foundation/Wall Street Journal”. Зазначена методика представляє собою визначення глобального індексу економічної свободи, що характеризує ступінь свободи економічних суб’єктів у виробничому процесі, розподілі, споживанні товарів і послуг.

Щорічно 50 експертними центрами в усьому світі проводиться оцінка державної політики, умов максимізації індивідуального економічного вибору або існуючих обмежень. При визначенні індексу використовуються 50 факторів. До них належать: кількість та рівень податків, вплив уряду на економіку, незалежність судів, рівень захисту інтелектуальної власності, наявність (відсутність) прихованих митних бар’єрів і інших незалежних економічних факторів для кожної країни. При визначенні ролі кожного з факторів “1” означає найкращий показник, а “5” вказує на найгірші позиції країни.

Індекс економічної свободи визначає ступінь економічної і політичної свободи, що дозволяє оцінити до якого типу закритої або частково закритої економіки належить країна. Спеціалісти застосовують даний індекс для оцінки ризику, що дозволяє виділити привабливі для іноземних інвестицій країни. Проведення державою вільної торговельної політики, стабільність валюти, обмеження державного втручання в інвестиційні відносини сприяють припливу іноземного капіталу в країну.

У 1997 р. на основі індексу економічної свободи оцінювалося 150 країн, у 1999 р. – 161 країна, у 2002 р. – 156 країн. До групи держав із більшим ступенем свободи були віднесені 72 країни.

За даними проведеного у 2002 р. рейтингу Heritage Foundation / Wall Street Journal Україна знаходилася на 133 місці, Росія на 136 місці, тобто були віднесені до країн з недостатнім рівнем економічної та політичної свободи. Характерними рисами даної підгрупи країн є проведення на державному рівні політики валютних обмежень, маніпулювання банківською системою. Відповідно до висновків американських вчених, в Україні поліпшився показник економічної свободи. Серед республік колишнього СРСР найвище місце в рейтингу зайняли Естонія, Латвія, Литва.



Економісти, що розраховують глобальний індекс економічної свободи, відзначають існування взаємозв'язку між рівнем економічної свободи в країні і добробутом населення. У більшості східноєвропейських країн простежується зазначена тенденція, проте водночас відбувається зростання розриву в рівні прибутків між основними соціальними групами. До країн, що належать до групи країн з більшим ступенем економічної свободи належать Сянган (Гонконг), Сінгапур, Тайвань. На основі статистичних даних різних країн було встановлено існування високої кореляційної залежності між індексом економічної свободи і темпами економічного зростання [5, с. 9].

Організація “World Economic Forum” оприлюднила чергову доповідь про світову конкурентоспроможність (“Global Competitive Report 2002–2003”) [6, с.1]. При підготовці Доповіді, як і в попередні роки, використовувалися два індекси – індекс зростаючої конкурентоспроможності (Growth Competitive Index – GCI), на основі якого було складено список 80 країн світу з найкращими перспективами зростання, і індекс мікроекономічної конкурентоспроможності (Microeconomic Competitive Index – MCI), що визначає ступінь ефективності використання ресурсів тими ж країнами.

Індекс зростаючої конкурентоспроможності, відповідно до Доповіді, покликаний визначити спроможність національної економіки досягти стабільного економічного зростання в середньостроковій перспективі, контролюючи при цьому рівень поточного розвитку економіки. GCI заснований на трьох категоріях, що, на думку авторів доповіді, впливають на економічне зростання у середньостроковій і довгостроковій перспективах: технології, державні інститути і макроекономічний клімат.

Залежно від рівня технологічного прогресу автори доповіді розділяють країни на дві групи: із високим і низьким рівнями технологічного новаторства. До першої групи належать країни, що у 2001 р. зареєстрували в США принаймні 15 патентів в розрахунку на 1 млн. населення. Під цей критерій потрапляє 24 країни, в яких на долю технологій припадає приблизно 50 % індексу зростаючої конкурентоспроможності. У країнах із низьким рівнем технологічного новаторства залучення технологій з-за кордону відіграє більш важливу роль, ніж інновації, що розробляються всередині країни.

Індекс мікроекономічної конкурентоспроможності (MCI) характеризує умови, що визначають рівень розвитку продуктивності праці, і складається з двох підіндексів – один із них відбиває ступінь “просуненості” компаній, другий – стан ділового клімату в країні. Для розрахунку індексу мікроекономічної конкурентоспроможності використовуються дані про обсяг ВВП на душу населення.

З метою виявлення розходжень у джерелах підвищення конкурентоспроможності серед країн із різноманітними рівнями розвитку економіки автори Доповіді розділили країни, що увійшли в рейтинг, на три групи: із низьким

рівнем прибутку (31 країна), в яких обсяг ВВП на душу населення у 2001 р. був нижчим за 6,8 тис. дол. США; із середнім рівнем прибутку (26 країн) – з обсягом ВВП на душу населення 6,8–20 тис. дол. США; із високим рівнем прибутку (23 країни) – обсяг ВВП на душу населення – понад 20 тис. дол. США [6, с. 5]. Україна за рівнем розвитку і впровадження інноваційних технологій у виробництво була віднесена до числа країн з низьким рівнем індексів зростаючої конкурентоспроможності й індексом мікроекономічної конкурентоспроможності.

Economist Intelligence Unit проводить оцінку привабливості бізнес-середовища у 60 країнах світу. В якості бази порівняння аналізується період протягом п'ятих минулих і майбутніх років. Застосовувана модель оцінки використовує 10 категорій: політичне середовище, макроекономічне середовище, ринкові можливості, політика вільної конкуренції, політика по відношенню до іноземних інвестицій, міжнародна торгівля і валютний контроль, податки, фінанси, ринок праці й інфраструктура.

Використання даної моделі дозволяє визначити 70 показників. Вони класифікуються на 4 групи показників для аналізу міжнародної торгівлі і 11 показників для дослідження політичного середовища. Приблизно половина показників розраховується на основі кількісних даних, інші використовують якісні оцінки. Відповідно до останніх даних Economist Intelligence Unit, протягом 2001–2005 рр. умови бізнес-середовища поліпшаються в основному в усіх регіонах світу. Прогноз для України, як і раніше, залишається несприятливим – бізнес-середовище оцінюється як дуже несприятливе [7, с. 48].

Торговельна палата США використовує модель інвестиційної привабливості країн, що засновується на 12 основних критеріях. Даний підхід застосовується американськими ТНК для визначення потенційно можливих місць майбутнього вкладення капіталів. До основних критеріїв належать: 1) характеристика внутрішнього ринку; 2) доступ на ринок; 3) робоча сила; 4) валютний ризик; 5) репатріація капіталу; 6) захист прав інтелектуальної власності; 7) торговельна політика; 8) державне регулювання; 9) розмір податків і пільг; 10) політична стабільність; 11) рамки макроекономічної політики; 12) інфраструктура (служби забезпечення сервісних і інших послуг).

Характеристика внутрішнього ринку належить до найважливішого показника інвестиційної привабливості країни-реципієнта. Розмір внутрішнього ринку, відносний добробут, купівельна спроможність населення впливають на зростання економіки в цілому.

Національне законодавство і нормативні акти держави визначають правові умови доступу компаній на місцевий ринок. Сприятливе інвестиційне законодавство для ТНК і місцевих компаній повинно забезпечити рівні можливості для їх конкуренції.



До чинників інвестиційної привабливості робочої сили належать її вартість, рівень кваліфікації і продуктивність праці. Ці показники впливають на конкурентоспроможність товару на міжнародному ринку.

Валютний ризик пов'язаний із ризиком утрат при обміні двох або більше валют і виражається в зміні їх відносної вартості. Він визначається інвесторами шляхом оцінки наслідків покупки національних фінансових активів. Інвестори порівнюють прибутковість останніх із валютною прибутковістю, що могла б бути забезпечена при інвестуванні національної готівки в іноземну валюту. Валютний ризик належить до найважливішого критерію інвестиційної привабливості країни. Держава, що зацікавлена в підтримці економічної стабільності і підвищенні довіри інвесторів, здійснює валютну політику, яка враховує фінансові зміни на світових валютних ринках і всередині країни.

Процедура репатріації капіталу визначається законами і нормативно-правовими актами, що визначають правову базу регулювання повернення капіталу в країну, розмір податків, обмеження на вивіз із країни твердої валюти, а також установлення процедур, пов'язаних із цією діяльністю.

Захист прав інтелектуальної власності ґрунтується на забезпеченні для компанії гарантій прав володіння матеріальними і нематеріальними цінностями, створеними в результаті впровадження результатів науково-технічних досліджень і розробок. До числа пріоритетних галузей вкладення капіталу ТНК належать галузі, що динамічно розвиваються і забезпечують розвиток нових технологій – таких, як комп'ютерна, фармацевтична промисловість і телекомунікації.

Характер торговельної політики визначається вартістю проведення експортно-імпортних операцій. Ставка тарифу і діючий валютний курс впливають на вартість імпортованих товарів. Ліцензійна торгівля виступає основною формою міжнародної торгівлі технологіями. Базуючись на ліцензійній угоді, експортер приймає рішення про надання дозволу на виробництво в даній країні всього обсягу експорту або його частини. При цьому ліцензіар передає ліцензіату право на використання винаходу ("ноу-хау").

Розмір податків і податкових пільг належать до найважливіших факторів при прийнятті інвестиційних рішень. Політична стабільність визначається усталеністю політичних режимів, ступенем сталості державної політики.

Макроекономічна політика істотно впливає на рішення іноземних інвесторів. У ефективно керованих економіках погроза виникнення економічної нестабільності значно менше в порівнянні з країнами, що мають високий рівень інфляції і проводять непослідовну макроекономічну політику.

Інфраструктура (служби забезпечення сервісних і інших послуг) включає бухгалтерські, страхові, юридичні фірми, комерційні й інвестиційні банки, які надають необхідні послуги і забезпечують безперервність виробничого процесу. Ступінь розвитку інфраструктури належить до найважливіших критеріїв привабливості для іноземних інвестицій.

Інвестиційні менеджери виділили вирішення правових і економічних питань у якості найбільш значущих аспектів, що впливають на інвестиційну привабливість України. Забезпечення правової визначеності, функціонування вільного відкритого ринку, його прозорість були виділені в якості найважливіших напрямків реалізації трансформаційних реформ у транзитивних країнах перехідної економіки.

Рейтингове агентство Standard & Poors також проводить експертну оцінку кредитоспроможності країн. З цією метою воно визначає рейтинги привілейованих незабезпечених валютних боргових зобов'язань, облігацій внутрішньої валютної позики по довгострокових і короткострокових борговим зобов'язанням у національній валюті, по боргових зобов'язаннях в іноземній валюті. У світовому рейтингу 2002 р. кредитоспроможність України була визначена показником "В". Вона зайняла місце "ССС", перемістившись у загальному рейтингу на одну позицію. Це вказує на підвищення кредитоспроможності, що виражається у своєчасних поточних виплатах по зовнішніх боргах у розмірі близько 1,2 млрд. дол. США у 2002 році. Розмір міжнародних резервів збільшився на 1,3 млрд. дол. США і досяг 4,4 млрд. дол. США [8, с. 29]. Поліпшення кредитних позицій України було обумовлено проведенням НБУ політики інтервенцій і розміщенням євробондів на національному валютному ринку.

Аналіз отриманих результатів оцінок кредитного рейтингу, конкурентоспроможності, індексу економічної волі, індексу корупції, платоспроможності країни, що проводиться міжнародними організаціями, свідчить про негативний інвестиційний імідж України для іноземних інвесторів.

Оцінки інвестиційної привабливості іноземних експертів відбивають значимість параметрів національної економіки з урахуванням характеристик світового ринку. Застосування отриманих результатів відображає фактичний стан грошово-кредитної, бюджетно-фінансової, зовнішньоекономічної, правової і політичної сфер національної економіки. У той же час суб'єктивний характер аналізу факторів інвестиційної привабливості унеможлиблює виділення і використання якогось певного підходу при економічній оцінці.

Серед найвідоміших підходів до оцінки інвестиційної привабливості зупинимося на найбільш значимих методиках, результати яких можуть бути використані при створенні комплексної методики. У цьому зв'язку розглянемо результати експертного дослідження 20 компаній з 8 країн світу, що діяли в Україні в 1997 р., проведеного групою радників з Німеччини [9, с. 145–158]. Серед аналізованих компаній було 10 німецьких, функціонуючих в 11 видах галузей промисловості. Дослідження у формі особистих інтерв'ю включало визначення основних мотивів і перешкод у діяльності компаній, що інвестують в Україну, на основі 4-бальної шкали, відповідно до якої "4" озна-



чало “дуже важливий”, “0” – “неважливий”. З метою визначення основних мотивів, що впливають на інвестиційні рішення, визначався загальний показник значимості. Стратегічний мотив виходу на ринок переважав у числі перших двох відповідей респондентів. Мотиву місця розташування компанії відводилося третє місце, що обумовлено подоланням існуючих бар’єрів для імпорту в процесі інвестування. Правова невизначеність була відзначена в абсолютній більшості відповідей (100 %) як основна перешкода для інвестування в Україну. Мінливість законодавства, недотримання правових норм, слабкий захист прав інвестора, колізія законів стримують інвесторів від вкладення іноземного капіталу. Низька прогностичність розвитку економічної ситуації в країні, невиконання державою своїх зобов’язань як гаранта прав інвестора обмежують приплив прямих іноземних інвестицій (ПІІ). Це стосується частих змін і внесення виправлень у закон про податок на додану вартість. Втручання міських й обласних адміністрацій у діяльність іноземних компаній, використання обмежень в області експортно-імпортних операцій перешкоджають виходу ТНК на національний ринок країни. Відсутність розвинутої інфраструктури, включаючи слабкий розвиток фондового і страхового ринку, венчурних компаній, інвестиційних і пенсійних фондів, а також засобів телекомунікацій, доріг, сервісного обслуговування, виступають стримуючими факторами припливу іноземного капіталу. Проведене дослідження підтвердило існування несприятливого інвестиційного клімату в Україні. Правова невизначеність, відсутність прозорості в бізнес-відносинах, непослідовність і відсутність значного прогресу в проведенні економічних реформ, проведення несприятливої інвестиційної політики у відношенні до іноземних інвесторів на державному рівні знижують інвестиційну привабливість країни. За показником ПІІ в розрахунку на душу населення (111 дол. США у 2002 р.) Україна належить до країн з найбільш низьким обсягом припливу іноземних інвестицій у Східній Європі. Це вказує на те, що в даний час і в найближчій перспективі обсяг припливу ПІІ і нагромаджені фонди ПІІ в Україні недостатні для відновлення основних виробничих фондів і серйозної реконструкції виробництва.

Експертне дослідження консорціуму Flemings/SARS мало на меті вивчення характеру взаємозв’язку ПІІ та політики приватизації [10, с. 4–19]. В якості основних груп – учасників анкетування були виділені ТНК, інвестори-підприємства, інституціональні інвестори, міжнародні організації, що інвестували у формі ПІІ в економіку України в період із грудня 1999 р. по січень 2000 року. Результати опитування, проведеного консорціумом Flemings/SARS, показали, що 65 компаній, що мають представництва в Україні, інвестували у створювані чи спільні підприємства з приватним капіталом, а не через приватизаційний продаж. Як основний мотив інвестиційної привабливості виходу



іноземних компаній на український ринок був відзначений доступ до ресурсів і ринків збуту. Слід зазначити тенденцію збільшення грошових внесків у формі надходжень від інвестора-нерезидента, що виражається у зростанні кількості акцій українських компаній, що купуються. Було встановлено, що міжнародні організації забезпечують найбільший приплив ПІІ в Україну. Дослідження виявило відсутність позитивної тенденції впливу процесу приватизації на діяльність підприємств. До числа недоліків проведених рейтингів варто віднести обмеження вибірки дослідження тільки групами бізнесменів, компаній, організацій, що працюють на внутрішньому ринку України, що призвело до виключення з аналізу інших груп потенційних інвесторів. Включення в рейтинг питань, що визначають мотиви і перешкоди для інвестування, без урахування їх вагових часток в цілому при прийнятті інвестиційних рішень, не може бути джерелом одержання іноземними інвесторами об'єктивної інформації про інвестиційне середовище. З проведеного рейтингу неясно, частка якого з факторів у ваговому вимірі є домінуючою.

Наступним рівнем визначення інвестиційної привабливості є галузь. Вибір в якості об'єкта інвестування підприємства тих галузей, що мають найкращі перспективи розвитку й можуть забезпечити найкращу ефективність інвестицій, є проблемою, з якою зустрічається інвестор. Основою такого вибору є оцінка і прогнозування інвестиційної привабливості галузей економіки. Оцінка інвестиційної привабливості галузей промисловості в Україні виробляється на основі визначення індексів прибутковості інвестиційного проекту й рівня прибутковості галузі. Відсоток росту цих індексів відображає нерівномірність розвитку галузей, наявність переваг відносно визначеного виду інвестицій у галузі. Індекс росту роздрібних цін продукції характеризує поточний попит розглянутої галузі. Загальною рисою більшості підходів, що мають на меті оцінку інвестиційної привабливості галузей, є визначення показника рівня прибутковості використовуваних активів.

Як критерії інвестиційної привабливості галузей використовуються рівень їхнього розвитку, значущість для потреб народного господарства, регіональне використання. Для дослідження інвестиційної привабливості галузей економіки І.О.Бланк запропонував два етапи [див. 3, с. 86]. Перший включає макроекономічний аналіз ефективності діяльності галузей за укрупненим їх групуванням; другий етап супроводжується аналізом діяльності окремих підгалузей. Ранжування галузей економіки України проводилося на основі розрахунку прибутку від реалізації продукції та балансового прибутку, віднесеного до загальної суми використовуваних активів. У результаті оцінки рангової значимості окремих галузей було визначено пріоритет деяких із них. Будівництво і промисловість були віднесені до найбільш прибуткових галузей економіки. При оцінці рівня прибутковості діяльності підгалузі викорис-



товувалися синтетичні показники рівня прибутковості діяльності, рівня перспективності розвитку, рівня інвестиційних ризиків. Інтегральний показник інвестиційної привабливості розраховувався шляхом підсумовування добутків рангового значення кожного синтетичного показника на його значимість (у відсотках) при прийнятті інвестиційних рішень. Підгалузі промисловості України було розділено на такі типи: пріоритетні, високої інвестиційної привабливості, досить високої інвестиційної привабливості, середньої і низької інвестиційної привабливості. Наведена методика може бути удосконалена шляхом урахування специфічних особливостей, властивих окремим галузям. Це пов'язано з доцільністю додаткового включення показників, які б могли бути використані як узагальнюючі критерії специфіки галузей при проведенні їхнього рейтингу. У цьому зв'язку становить інтерес методика, розроблена Центральним економіко-математичним інститутом (ЦЕМІ), в якій узагальнюючий показник інвестиційної привабливості галузі розраховується шляхом визначення функції зовнішньої привабливості галузі.

Аналіз існуючих методик оцінки інвестиційної привабливості регіонів свідчить про існування різноманіття підходів, що використовують різні способи статистичного збору інформації і різні критерії економічного аналізу. Зупинимося на результатах найбільш відомих рейтингів регіонів, проведених в Україні як вітчизняними, так і закордонними аналітичними центрами, фондами, державними й недержавними організаціями. Для оцінки розвитку економіки й регіональної диференціації В.Романенко, І.Калініченко запропонували інтегральний показник валового регіонального продукту на душу населення [див. 8, с. 81]. За його відсутності вони пропонують використовувати показник валової доданої вартості.

Серед найбільш розповсюджених підходів варто виділити оцінку інвестиційної привабливості і інвестиційного потенціалу регіонів. Оцінка інвестиційної привабливості регіонів України зводиться до ранжування регіонів за рівнем їхньої привабливості для інвестора. До найбільш відомих методик ранжування регіонів належать розробки І.О.Бланка, Л.Тарангул, І.Горленко, К.Гурової та О.Колосова. Ці автори провели оцінку привабливості регіонів по п'яти синтетичних параметрах: рівень природного потенціалу, демографічна характеристика регіонів, рівень розвитку ринкових відносин і комерційної інфраструктури регіону, рівень криміногенних, екологічних й інших видів ризиків [див. 3; 11, 12, 13]. Інтегральний показник економічного потенціалу розраховувався шляхом визначення часток ваги з урахуванням їхньої порівняльної значимості у формуванні даного показника. К.Д.Гурова запропонувала доповнити процедуру ранжування регіонів з урахуванням використання їхнього потенціалу залежно від критеріїв ефективності і ризику [див. 12, с. 202]. Вона використовувала по одному найбільш узагальнюючому і ваго-

мому аналітичному показнику, надавши йому роль групової характеристики, замість синтетичних показників. Для оцінки стану майна виробничого призначення було застосовано показник оновлюваності основних виробничих фондів; для рентабельності виробництва і продукції, що випускається – коефіцієнт прибутковості реалізованої продукції, для оборотності капіталу – показник кількості оборотів вартості всіх активів, для оцінки ринкової активності регіонів – обсяг ринкового товарообігу, що припадає на душу населення, фінансової стійкості регіонів – співвідношення позикових і власних засобів, ліквідності – показник ліквідності балансу. Відповідно до отриманих результатів Київська, Запорізька, Харківська, Донецька, Львівська, Дніпропетровська області увійшли в групу регіонів пріоритетної інвестиційної привабливості. Результати досліджень показали, що в середньому ефективність інвестицій у цій групі регіонів на 35–40 % вища, ніж у середньому по країні. При визначенні регіонів пріоритетного інвестування іноземні інвестори також враховують транспортно-географічне положення, рівень інституціонального розвитку регіону, що також має враховуватися у вигляді узагальнюючих показників при проведенні рейтингів.

У рейтингу інвестиційної привабливості регіонів, в якому застосовувалася математична модель і методика обробки статистичного матеріалу “Інституту реформ”, було зроблено спробу використовувати як найважливіші фактори економічного розвитку регіону показники ринкової та фінансової інфраструктури, стану людських ресурсів [14, с. 9]. Розрахунок загального рейтингу інвестиційної привабливості областей України включав розрахунок стандартизованих значень (балів) кожного з показників по регіонах; на основі формули середнього арифметичного стандартизованих значень визначався загальний рейтинг регіону як середньозважена часткових рейтингів по групах. Лідером рейтингу у кожній групі стало м. Київ з істотним відривом від інших областей. По групі показників рівня розвитку фінансової інфраструктури столиця у 2 рази перевищила інші області-“лідери”. У Києві знаходиться найбільша кількість компаній-емітентів (22 одиниці).

Друге місце в рейтингу посіла Донецька область. Економіка області є лідером у країні по обсягах промислового виробництва, у структурі якого чорна металургія складає 53,5 відсотка. Донецька область є найбільшим експортером серед регіонів України – 20 % відносно середнього показника в Україні. Важливими факторами інвестиційного клімату Донецької області є території пріоритетного розвитку зі спеціальним режимом інвестиційної діяльності і спеціальні економічні зони “Донецьк” і “Азов”. Третє місце в рейтингу посів також регіон з розвинутою важкою промисловістю – Дніпропетровська область. Чорна металургія складає 67,3 % загального обсягу промислової продукції в регіоні [див. 14, с. 7–9]. Ступінь розвитку ринкової



інфраструктури визначається низьким рівнем розвитку Дніпропетровської області. Львівська область посіла четверте місце в рейтингу, а по обсягах інвестицій виявилася наприкінці першої десятки по країні. Залучення потоків капіталу переважно в спеціальні економічні зони “Яворів” і “Трускавець” може істотно вплинути на зміну економічної ситуації в регіоні. Запорізька область покращила свою позицію, що пояснюється підвищенням рівня розвитку фінансової інфраструктури і залучення людського капіталу в регіон. Харківська область перемістилася на одну сходинку вниз – на шосте місце, що пов’язано з труднощами на підприємствах машинобудівної галузі. Інші області, за винятком Одеської й Автономної Республіки Крим, по результатах розрахунків загального рейтингу набрали менше однієї третини балів з можливих. Наведена методика дозволила виявити потенційно привабливі регіони інвестування, провівши їх ранжування відносно груп лідерів, переслідувачів, основного масиву і аутсайдерів. Разом із тим, у ній не враховуються фактори ризику, ступінь корупції та екологічної безпеки.

Рейтинг оцінки інвестиційного потенціалу регіонів України, проведений SAIB Securities, істотно відрізнявся від аналогічного рейтингу “Інституту реформ” і включав фактор ризику [див. 14, с. 8–9]. Інвестиційний потенціал визначався такою групою факторів: трудові ресурси, виробництво, інституціональний потенціал, рівень розвитку інфраструктури і фінансовий потенціал. Показники, що характеризують рівень ризику інвестування в регіони, були підрозділені на такі групи: фінансові, політичні, законодавчі й економічні ризики. Фактори були розділені на дві частини: інвестиційний потенціал регіону й ризик для інвесторів, що працюють у цьому регіоні. Інвестор обов’язково враховує ці два фактори при визначенні переваг інвестування в регіон чи підприємство. До них належать вже сформований потенціал і можливі ризики інвестування.

Аналіз результатів рейтингу продемонстрував наявність значної диференціації інвестиційного потенціалу в окремих регіонах України. Максимальний показник у м. Києві перевершив мінімальний у Кіровоградській області в 6,2 раза. За ризиком був відзначений менший розкид отриманих результатів – 1,7 раза. Відповідно потенціал основної маси регіонів (15 областей) був оцінений нижче середнього, причому було визначене зниження інвестиційного потенціалу в напрямку зі Сходу на Захід і тенденція підвищення ризику з Півночі на Південь. Це підтвердило поглиблення диференціації між сприятливими і несприятливими регіонами в економіці України. Було визначено низький потенціал у більш половині (15) регіонах України, а 4 регіони одержали максимальний потенціал.

Мінімальний ризик був визначений тільки в 11 регіонах, що складало менше половини регіонів, оцінюваних рейтингом інвестиційного потенціалу.



Проведений рейтинг дозволив оцінити інвестиційний потенціал регіонів і виявити регіони, що залучають найбільший обсяг інвестицій до України. Отримані результати показують реальний стан інвестиційного потенціалу регіонів і можуть бути використані потенційними інвесторами. Водночас слід зазначити теоретичну спрямованість більшості методик, застосовуваних при оцінці інвестиційного потенціалу. Ми вважаємо, що питанню вироблення загальних критеріїв і показників оцінки при проведенні рейтингів слід приділяти більше уваги, що буде сприяти об'єктивнішому аналізу економічних процесів. Оцінка інвестиційної привабливості регіонів України відкриває нові можливості регіональної диверсифікованості для вітчизняних й іноземних інвесторів, підвищує гарантію вкладення коштів іноземних інвесторів в інвестиційні проекти.

Наступним етапом дослідження є визначення рівня інвестиційної привабливості підприємства. Це дослідження використовується при оцінці потенційних фінансових, виробничих, організаційних й інших вимог чи інтересів інвестора конкретного підприємства, визначається значеннями відповідних показників, у тому числі інтегральної оцінки. Підприємство в цій системі є кінцевою точкою вкладення коштів, де реалізуються конкретні проекти. Розглянемо методику інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємства, розроблену з ініціативи керівництва Агентства з питань запобігання банкрутства підприємств і організацій у 1998 р. [15, с. 19]. Мета розробки методики полягає в розрахунку інтегрального показника інвестиційної привабливості підприємств й організацій, яка застосовується для визначення напрямків прискорення реалізації інвестиційних проектів, залучення до інвестицій вітчизняних і іноземних підприємств. В інтегральному показнику відтворюються значення показників оцінки: майнового стану інвестованого об'єкта, фінансової стійкості (платоспроможності) інвестиційного об'єкта, ліквідності активів інвестованого об'єкта, прибутковості інвестованого об'єкта, ділової активності інвестованого об'єкта, ринкової активності інвестованого об'єкта, скориговані відповідно до їхньої вагомості й інших факторів. Застосування інтегральної оцінки дозволяє об'єднати в одному показнику багато різних за назвою, одиницями виміру, вагомістю й іншими характеристиками факторів. Це спрощує процедуру оцінки конкретної інвестиційної пропозиції, а іноді розглядається як єдиний можливий варіант її проведення та надання об'єктивних остаточних висновків. Для підвищення рівня інвестиційної привабливості підприємства при визначенні її інтегрального показника необхідно приділити увагу групі показників, вагомість яких у загальній сукупності максимальна. Відповідно до напрямку оптимізації цих показників слід довести їх значення до оптимальної для даного підприємства величини.



Після оптимізації показників, що мають найбільшу вагомість, необхідно вивчати й інші параметри.

Оцінка ефективності проектів з використанням ПП ґрунтується на необхідності залучення іноземного капіталу в країну, вигідності його вкладення в економіку. Держава не має достатніх фінансових засобів для проведення реструктуризації економіки, тому як одне із джерел фінансування майбутніх проектів розглядаються ПП. Залучені кошти іноземних інвесторів використовуються для відшкодування всіх матеріальних і нематеріальних засобів. Прийняття інвестиційних проектів повинно забезпечувати швидке одержання прибутку іноземними інвесторами, правові гарантії, а також захист проти експропріації і мінімізацію усіх видів ризиків. Процедура підготовки таких проектів включає аналіз альтернативної вартості, проектного циклу, а також період відшкодування прибутку. Іноземні інвестори зацікавлені у встановленні приватних відносин на рівні індивідуальних фірм із метою стимулювання процесу прийняття рішень і скорочення періоду часу інвестування, здійснення платежів і одержання кредитів.

Аналіз наведених методик оцінки інвестиційної привабливості свідчить про існування різноманіття підходів, що утруднює пошук й використання деякої оптимальної методики. Розглянемо теоретичні основи загального підходу, запропонованого нами для розробки методики оцінки інвестиційної привабливості. Застосуємо комплексний підхід, що синтезує позитивні риси згаданих вище методик. Для досягнення зазначеної мети будемо проводити оцінку інвестиційного клімату за допомогою дослідження багаторівневої системи інвестиційної привабливості на національному, галузевому, регіональному і заводському (підприємство) рівнях. Оцінка буде вироблятися в балах, де “4” – “інвестиційно привабливий фактор”, “0” – “непривабливий фактор”. Для кожного з рівнів визначаються різні групи критеріїв за ступенем їхньої значимості. З метою спрощення ранжування досліджуваних об’єктів можна використовувати по одному, найбільш узагальнюючому і вагомому аналітичному показнику з критеріїв, додавши йому роль групової характеристики. Найбільш значимий показник вибирається із запропонованої групи критеріїв для відповідного рівня дослідження. Після визначення ваги часток критеріїв у загальній оцінці інвестиційної привабливості виробляється розрахунок інтегрального показника, який одержується шляхом підсумовування індивідуальних оцінок аналітичних показників на кожному з рівнів. Потому проводиться ранжування всіх варіантів підсумкових оцінок зверху вниз від рівня країни до підприємства. Інтегральний показник інвестиційної привабливості визначається шляхом підсумовування індивідуальних бальних оцінок по кожному ланцюжку: країна; i -а галузь, де $i = 1 \dots m$; j -й – регіон, де $j = 1 \dots n$; k -е – підприємство (П), де $k = 1 \dots l$ та ІК – інтегральний коефіцієнт (див. рисунок).

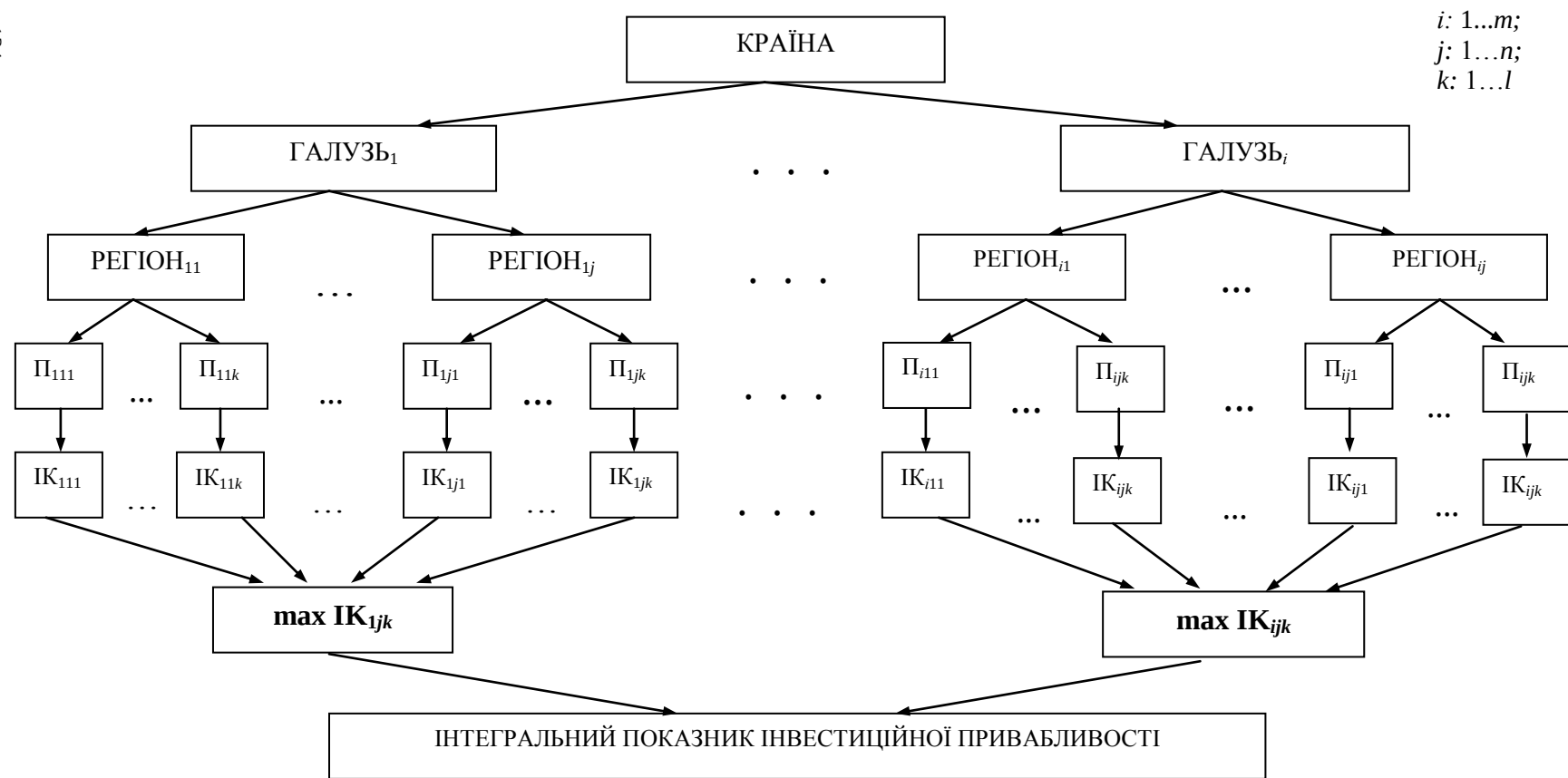


Рисунок. Інтегральний показник інвестиційної привабливості



Такі критерії, як політична стабільність, правове середовище й дотримання законності у суспільстві, макроекономічний розвиток, ресурсний потенціал і ступінь розвитку інфраструктури, соціально-культурне середовище, ступінь інституціонального розвитку застосовуються при оцінці інвестиційної привабливості країни. Аналіз інвестиційної привабливості i -галузей включає їх ранжування від 1 до m шляхом визначення показників рівня прибутковості діяльності галузі, рівня перспективності розвитку галузі й рівня інвестиційних ризиків. Вибір із j -регіонів найбільш інвестиційно привабливого проводиться при їхньому ранжуванні від 1 до n . До критеріїв оцінки належать показники загальноєкономічного розвитку регіону, рівня розвитку ринкових відносин і комерційної інфраструктури, демографічна характеристика регіону, природно-ресурсний потенціал, рівень інституціонального розвитку, рівень ризиків. Показники оборотності активів, прибутковості капіталу, фінансова стійкість, ліквідність активів використовуються як критерії для визначення інвестиційної привабливості підприємства. Аналіз і оцінка економічних показників k підприємств (від 1 до l) використовується при визначенні інвестиційної привабливості підприємства. Шляхом максимізації індивідуальних оцінок аналітичних показників на кожному з рівнів багаторівневої системи й перебування максимального інтегрального показника для кожного з рівнів проводиться розрахунок усіх варіантів оцінок інвестиційної привабливості і вибір максимального показника. У підсумку для кожної галузі, якій відповідає сукупність регіонів, підприємств будуть розраховані індивідуальні показники інтегральної оцінки інвестиційної привабливості. Потім проводиться ранжування усіх варіантів підсумкових оцінок, які є інтегральними узагальнюючими показниками інвестиційної привабливості окремо взятої країни, i -галузей, j -регіонів і k -підприємств, і вибирається максимальний показник. Він включатиме інтегральну оцінку і вказуватиме на інвестиційно привабливу сферу вкладення капіталу.

Застосування розглянутого вище комплексного підходу до оцінки інвестиційної привабливості дозволить цілеспрямовано впливати на інвестиційну політику в країні та створення умов сприятливого інвестиційного клімату. Проведення експертних оцінок інвестиційної привабливості спрямовано на виявлення існуючих закономірностей, урахування яких може бути використане для вироблення рекомендацій в області зміни інвестиційного клімату в країні.

Аналіз наведених методик оцінки інвестиційної привабливості продемонстрував необхідність удосконалювання способів статистичного збору інформації, використання загальних критеріїв оцінки і сучасних методик оцінки з метою одержання об'єктивної інформації. Застосовувані показники мають відбивати стан і результати діяльності суб'єкта; бути актуальними,



компактними, динамічними, прогнозованими і порівнянними при проведенні комплексної рейтингової оцінки економічного суб'єкта. У рамках запропонованого загального підходу використання інституту інвестиційної привабливості слід, на нашу думку, активізувати діяльність організацій, що виконують функції інвестиційної оцінки економіки, з метою її спрощення. Враховуючи відсутність в Україні агентства, здатного забезпечити якісний аналіз усіх суб'єктів господарської діяльності на основі єдиної бази даних й уніфікованої методики, вважаємо доцільним створення великої рейтингової структури. Вона не повинна залежати від впливу державних органів і зацікавлених осіб, насамперед замовників, що буде спрямовано на створення єдиної бази даних і використання уніфікованої методики оцінки інвестиційної привабливості.

Прийняття Міжнародним комітетом зі стандартів оцінки (МКСО) повного зводу міжнародних стандартів оцінки відповідно до обліку специфіки економіки України сприятиме поліпшенню методів оцінки, підвищенню ефективності їх використання. Уявляється доцільним використання міжнародних стандартів оцінки інвестиційного клімату з урахуванням специфіки України. Створення Центру моніторингу інвестиційного клімату буде спрямовано на систематизацію результатів запровадження в дію сукупності правових актів для галузей, регіонів, підприємств, розробку прогнозів, що сприятиме підвищенню інвестиційної привабливості України.

Література

1. *Инвестиционный климат в России* // Экспертный институт. – М.: 2000. – 50 с.
2. *Иностранные инвестиции в России: Современное состояние и перспективы* / Под ред. И.П.Фаминского. – М.: Международные отношения, 1995. – 448 с.
3. *Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент*. – К.: МП ИТЕМ Лтд, Юнайтед Лондон Трейд Лимитед, 1995. – 447 с.
4. *The World Bank Report — 1996. From Plan to Market*. – Oxford: Oxford University Press, 1996.
5. *1999 Index of Economic Freedom*. Washington D.C. / Ed. K.R. Holmes, B. T. Johnson, Kirkpatrick. The Heritage Foundation // *The Wall Street Journal*. Washington D.C.: New York, 1999.
6. *Доклад о глобальной конкурентоспособности*. // Бюллетень иностранной коммерческой информации. – 2003. – №12. – С. 1, 4–5, 16.
7. *New scoreboard of Economist Intelligence Unit ranks business climate across the world* // *Transition Newsletter*.- 2001. – Vol.12. – № 3. – Р. 47–48.
8. *Послання Президента України до Верховної Ради. Про внутрішнє і зовнішнє становище України у 2002 р.*-К.: 2003.-478 с.
9. *Ukraine at the crossroads economic reforms in international perspective* // Ed. A. Siedenberg, L. Hoffmann. – Berlin: A Springer-Verlag Company, 2000. – Р. 145–158.
10. *Кудіна А., Носов В. Прямі іноземні інвестиції* // *Перспективні дослідження*. – 2000. – № 11. – Червень. – 64 с.



Оцінка інвестиційної привабливості України: основні підходи

11. *Тарангул Л., Горленко І.* Інвестиційні процеси регіону: сутність та фактори формування // Науковий Вісник Українського фінансово-економічного інституту. – 1997. – № 1. – С. 15–24.
12. *Гурова К.Д.* Экономическая реформа (некоторые аспекты реализации). – Харьков: Фолио, 2000. – 388 с.
13. *Колосов А.* Ранжирование регионов Украины по уровню инвестиционной привлекательности // Бизнес Информ. – 1998. – № 2. – С. 40–41.
14. *Глухов Г.* Рейтинг регионов. География инвестиций // Украинская инвестиционная газета. – 2001. – № 38 (310). – 18 сентября. – С. 7–9.
15. *Методика* інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій. Затверджено наказом Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій 23.02.98. № 22 // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 1998. – № 7. – С. 18–28.
16. *Калініченко І., Романенко В.* Регіональна диференціація в економіці України // Економіка України. – 2001. – № 6. – С. 78–81.
17. *International Trade Administration* (U.S. Department of Commerce). International direct investment: global trends and U.S. role. -Washington D.C., 1988.