

## ДОСЛІДЖЕННЯ МЕТОДОЛОГІЧНОГО АПАРАТУ ОЦІНКИ ІНВЕСТИЦІЙНОГО КЛІМАТУ ПІД ЧАС АНАЛІЗУ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ПІДПРИЄМСТВА

**Постановка проблеми.** Кожен із аналізу інвестиційної привабливості підприємства формує свою систему показників і критеріїв. Значна увага при аналізі інвестиційної привабливості підприємства приділяється інвестиційному клімату. При цьому в економічних дослідженнях і публікаціях інвестиційний клімат і інвестиційна привабливість використовуються як синоніми [1].

Найчастіше під інвестиційним кліматом розуміють узагальнену характеристику сукупності соціальних, економічних, правових, політичних, соціокультурних передумов, що визначають привабливість і доцільність інвестування в ту чи іншу господарську систему (економіку країни, регіону, корпорації) [1].

**Аналіз досліджень.** Близьке, але трохи інше визначення приводить І. А. Бланк [2]. Інвестиційний клімат країни — це система правових, економічних, соціальних умов інвестиційної діяльності в країні, що істотно впливають на прибутковність інвестицій і рівень інвестиційних ризиків.

Більшість економістів приблизно однаково трактують зміст понять інвестиційний клімат, інвестиційна привабливість щодо економіки країни, галузі, регіону, підприємства, але під час конкретизації цих понять для підприємств, а також при конкретизації структури цих понять, методів, методик оцінки й забезпечення думки вчених істотно розходяться.

Історія порівняльних оцінок інвестиційної привабливості чи інвестиційного клімату нараховує більш 80 років. Одним із перших у цій області було здійснене дослідження співробітниками Гарвардської школи бізнесу [3]. В основу зіставлення країн за інвестиційною привабливістю було покладено експертну шкалу, що включає наступні характеристики кожної країни: законодавчі умови для іноземних і національних інвесторів, можливість вивозу капіталу, стійкість національної валюти, політична ситуація, рівень інфляції, можливість використання національного капіталу.

Такий набір показників був недостатньо детальним для адекватного відображення всього комплексу умов, прийнятих до уваги інвесторами. Тому надалі розвиток методик порівняльної оцінки інвестиційної привабливості різних країн здійснювався шляхом розширення й ускладнення системи оцінюваних експертами параметрів і введення кількісних показників.

**Мета статті** — визначити основні підходи до оцінки інвестиційної привабливості та інвестиційного клімату.

**Викладення основного матеріалу.** На сьогодні існує три найбільш характерних підходи до оцінки інвес-

тиційної привабливості. Перший — обмежений. Він базується на оцінці динаміки валового внутрішнього продукту, національного прибутку й обсягів виробництва промислової продукції; динаміки розподілу національного доходу, пропорцій накопичення й споживання; ходу приватизаційних процесів; стану законодавчого регулювання інвестиційної діяльності; розвитку окремих інвестиційних ринків, у тому числі фондового й грошового.

Другий — розширений, факторний. Він ґрунтується на оцінці великої кількості факторів, що впливають на інвестиційний клімат. Серед них виділяють:

— економічний потенціал (забезпеченість регіону ресурсами, біокліматичний потенціал, наявність вільних земель для виробничого інвестування, рівень забезпеченості енерго- та трудовими ресурсами, розвиненість науково-технічного потенціалу й інфраструктури);

— загальні умови господарювання (екологічна безпека, розвиток галузей матеріального виробництва, обсяги незавершеного будівництва, ступінь зношеності основних виробничих фондів, розвиток будівельної бази);

— зрілість ринкового середовища в регіоні (розвиненість ринкової інфраструктури, вплив приватизації на інвестиційну активність, інфляція й її вплив на інвестиційну діяльність, ступінь залучення населення до інвестиційного процесу, розвиненість конкурентного середовища підприємництва, емісність місцевого ринку збуту, інтенсивність міжгосподарських зв'язків, експортні можливості, присутність іноземного капіталу);

— політичні фактори (ступінь довіри населення регіональній владі, взаємини центра й влади регіону, рівень соціальної стабільності, стан національно-релігійних відносин);

— соціальні і соціокультурні (рівень життя населення, житло-побутові умови, розвиненість медичного обслуговування, рівень злочинності, величина реальної заробітної плати, вплив міграції на інвестиційний процес, відношення населення до вітчизняних і іноземних підприємців, умови роботи для іноземних фахівців);

— правові (відношення влади до іноземних інвесторів, дотримання законодавства органами влади, рівень оперативності при прийнятті рішень щодо реєстрації підприємств, доступність інформації, рівень професіоналізму місцевої влади, ефективність діяльності правоохоронних органів, умови переміщення товарів, капіталів і робочої сили, ділові якості й етика місцевих підприємців);

— фінансові (прибутки бюджету, а також забезпеченість коштами позабюджетних фондів на душу насе-

лення, доступність фінансових ресурсів з державного та регіонального бюджетів, доступність кредиту в іноземній валюті, рівень банківського відсотка, розвиненість міжбанківського співробітництва, кредити банків, питома вага довгострокових кредитів, сума внесків на душу населення, частка збиткових підприємств).

Відмінними рисами багатофакторного підходу до оцінки інвестиційного клімату є протилежність категорій інвестиційного клімату й інвестиційного ризику; розмежування понять інвестиційного й підприємницького клімату; зв'язок інвестиційного клімату з інвестиціями в реальний сектор економіки; упор на об'єктивний характер інвестиційного клімату країни (регіону), його незалежність від волі окремих інвесторів; зв'язок інвестиційного клімату з інвестиціями в основний капітал; багаторівневий характер даного підходу; зв'язок інвестиційного клімату з інвестиційним потенціалом і умовами діяльності інвестора; пріоритет якісної однорідності факторів при класифікації регіонів.

При факторному підході до оцінки інвестиційного клімату господарських систем різного рівня зведеним показником виступає сума великої кількості середньозважених оцінок за усіма факторами:

$$Q = \sum_{j=1}^n x_j p_j, \quad (1)$$

де  $Q$  — сумарна зважена оцінка інвестиційного клімату регіону, галузі;

—  $x_j$  — середня бальна оцінка  $j$  — го фактору для регіону, галузі;

—  $p_j$  — вага  $j$  — го фактору.

Зведений показник оцінки інвестиційного клімату у певній мірі характеризує привабливість тієї чи іншої господарської системи для вкладення інвестицій, але його не слід розглядати як кінцевий єдиний показник, що визначає рівень привабливості.

Третій підхід — ризиковий. Прихильники такого підходу в якості складових інвестиційного клімату розглядають два основних варіанти: інвестиційний потенціал і інвестиційні ризики; інвестиційні ризики й соціально-економічний потенціал, іноді враховуються лише ризики (кредитні). Перший варіант ризикового підходу до аналізу інвестиційного клімату розрахований на стратегічного інвестора. Інвестиційний потенціал при цьому оцінюється на основі макроекономічної характеристики, що включає наявність на території факторів виробництва, у тому числі трудових ресурсів із врахуванням їх освітнього рівня; споживчий попит; результати господарської діяльності населення в регіоні; рівень розвитку науки й впровадження її досягнень; розвиненість ведучих інститутів ринкової економіки; забезпеченість комплексною інфраструктурою.

Інвестиційні ризики оцінюються з позиції ймовірності втрат інвестицій і доходу. У числі цих ризиків враховуються економічний, фінансовий, політичний, соціальний, екологічний, кримінальний і законодавчий. На основі великої групи показників оцінюється рейтинг

кожного регіону в цілому за кожною складовою блоку інвестиційного потенціалу й за кожним ризиком.

В основі другого варіанта ризикового підходу лежить оцінка рівня інвестиційного клімату з позиції розвитку регіональної суспільної системи в цілому. Автори такого варіанта враховують, крім інших показників, людський потенціал, матеріальну базу розвитку, соціально-політичну обстановку й фактори політичного ризику, стан економіки й рівень управління нею.

Для того, щоб оцінити наукову обґрунтованість і практичну значимість викладених вище методів оцінки інвестиційного клімату, розглянемо відповідний зарубіжний досвід.

В Японії та деяких інших країнах використовують описові характеристики інвестиційного клімату без спроб його кількісної оцінки. Оскільки ця методика ускладнює порівняння господарських систем і має великий елемент суб'єктивності, спроби впровадити її в Україні не були підтримані фахівцями.

У США використовується метод врахування різних факторів, у тому числі політичних пристрастей, стану екологічного руху й ін. На їх базі публікується „Щорічна статистична карта” за всіма штатами, що включає чотири узагальнених показники інвестиційного клімату: економічну ефективність інвестицій, ділову життєздатність, потенціал розвитку території й основні складові податкової політики.

Як правило, у закордонних країнах оцінку інвестиційного клімату здійснюють відносно макроекономічної сфери. Спеціальні консалтингові фірми, експерти банків, журналів і газет проводять аналіз за різною кількістю країн (від 15 до 178) у залежності від інтересів читачів, замовників і ін. При цьому число показників, що враховуються, коливається від 9 у журналі „Euromoney” до 381 у роботах Швейцарського інституту розвитку менеджменту.

Методика журналу „Euromoney” включає опитування експертів, що представляють великі банки розвинених країн, але вона враховує й статистичну інформацію про стан того чи іншого фактору. Серед характеристик цих факторів прогнози макроекономічних показників; ризик неплатежів за товари; ризик неповернення кредитів; ризик з виплати дивідендів; ризик націоналізації, конфіскації й експропріації майна; показники боргів; оцінки кредитоспроможності країн; політика в області банківських активів, міжнародних облігацій; політика у відношенні знижок і штрафів.

Значення названих показників визначаються експертно- або розрахунково-аналітичним шляхом. Вони вимірюються за 10-ти бальною шкалою, а потім зважуються відповідно до важливості того чи іншого показника та його внеском у підсумкову оцінку. Методичні підходи й склад показників постійно переглядаються в залежності від кон'юнктури світового ринку. На основі цих характеристик двічі на рік (у березні й вересні) виробляється оцінка інвестиційного ризику й надійності країн. Разом з тим, метод „Euromoney” не позбавлений недоліків:

— по-перше, він не визначає розбіжностей між реальними та портфельними інвестиціями;

— по-друге, навряд чи правомірно оцінювати однією сукупністю показників інвестиційний клімат в Україні, США, Китаї, Німеччині, з одного боку, і Люксембурзі, Естонії, Албанії й інших малих країнах — з іншого;

— по-третє, у числі показників відсутня інноваційна складова, що грає велику роль у макроекономічній динаміці багатьох країн.

Стосовно портфельних інвесторів розроблено відповідні методичні підходи до оцінки інвестиційної привабливості, що базуються на визначенні спеціальних фінансових чи кредитних рейтингів країн. За їх розробкою спеціалізуються ряд відомих експертних агентств: Moody's, Arthur Andersen, Standard & Poog's, IBSCA і ін. Категорії кредитних рейтингів агентства Standard & Poog's наступні: інвестиційні рейтинги, спекулятивні рейтинги, аутсайдерські рейтинги.

Близькими до цілей дослідження є оцінки конкурентоспроможності країн світу, проведені протягом декількох десятиліть групою експертів Світового економічного форуму, а також щорічні доповіді Всесвітнього банку. Результати досліджень відображають відносний рівень ризику інвестування в різних країнах і служать найважливішим орієнтиром для зарубіжних інвесторів.

Індекс інвестиційних ризиків Political Risk Atlas 2011, опублікований британською компанією Maplecroft за підсумками 2010 р., свідчить про те, що в Україні зберігається висока міра ризику для іноземних інвестицій. Щорічний індекс інвестиційних ризиків розраховується для 196 країн з 2009 р. Перші 10 місць рейтингу зайняли країни з критично високими ризиками і нестабільним бізнесом-середовищем: Сомалі, Демократична Республіка Конго, Судан, М'янма, Афганістан, Ірак, Зімбабве, Північна Корея, Пакистан [4]. Згідно з підготовленим звітом, за минулий рік в Україні погіршили показники корпоративного управління і макроекономічної стабільності, дотримання прав людини в роботі правоохоронних органів і критично знизився рівень освіти. Окрім цього, в країні збільшилася міра держрегулювання бізнесу і політичної стабільності, зросла загальна стресостійкість громадян і знизився рівень терористичної небезпеки. Так, в рейтингу 2010 р. Україна покращила у порівнянні з 2009 р. свою інвестиційну привабливість та перемістилася з 62 на 74 місце, опинившись між Буркіна-Фасо (Африка, 73 місце) та Республікою Східний Тимор (Індонезія, 75 місце). У той же час, за даними Maplecroft в Україні, як і практично на всієї території СНД, зберігається високий ризик для інвестицій приватного бізнесу.

Вивчення вітчизняного й зарубіжного досвіду оцінки інвестиційного клімату показує, що часто не враховується ряд важливих методологічних положень, вироблених сучасною економічною наукою.

1. Інвестиційний клімат країни, і навіть регіонів, у літературі розглядається, як правило, з позиції абстрактного стратегічного інвестора, який прагне до прискореного, максимального, безперешкодного одержання прибутку (доходу). Але капітал буває різний

(промисловий, торговий, позиковий, акціонерний), як і інвестиції, а інвестори переслідують певні цілі.

Цей капітал діє через інвестиції реальні, прямі, капіталостворюючі, інвестиції в людину. Для всіх різновидів інвестицій необхідний різний інвестиційний клімат.

2. Одержувач інвестицій і інвестор переслідують, як правило, неоднакові цілі. Отже, інвестиційний клімат повинен відповідати балансу інтересів.

3. Інтегрований інвестиційний ресурсний фактор у суспільному відтворенні діє в системі факторів-ресурсів, що знаходяться у взаємодії, погодженій в часі та просторі. Інвестиційний клімат має бути не тільки стабільним протягом тривалого часу, а і досить гнучким, враховуючим зміни в співвідношенні факторів-ресурсів суспільного відтворення. Одночасно він має бути націлений на формування системи факторів-ресурсів у народному господарстві країни чи регіону.

4. Сьогодні існує об'єктивна потреба в інноваційній „наповненості” інвестицій, що залучаються. Сполучення інвестицій з інноваційними факторами розвитку особливо актуальне при залученні інвестицій у сферу малого інноваційного підприємництва (венчурного інвестування). Це зумовлює особливі вимоги до інвестиційного клімату, його складових, механізму інвестування.

5. Зв'язок інвестування із соціальною динамікою, як правило, розглядають з погляду необхідності вирішення соціальних задач (забезпечення зайнятості, підвищення життєвого рівня, формування творчого характеру праці й ін.).

6. Інвестиційний клімат не повинен порушувати комплексні властивості економічної стійкості й економічної безпеки господарських систем.

7. З метою забезпечення балансу інтересів інвесторів і соціально-економічної системи, що інвестується, потрібна комплексна оцінка ефективності використання залучених інвестицій і сприятливості інвестиційного клімату.

Дані положення можуть бути покладені в основу аналізу переваг і недоліків методів оцінки інвестиційного клімату. Як основний показник оцінки інвестиційної привабливості господарської системи, у тому числі й регіональної, прихильники обмеженого підходу пропонують прийняти рівень прибутковості використовуваних активів, що розраховується за двома варіантами: відношення прибутку від реалізації товарів і послуг до загальної суми використовуваних активів; відношення балансового прибутку до загальної суми використовуваних активів.

Такий підхід приваблює порівняльною простотою аналізу й розрахунків. Він універсальний і його можна використовувати для дослідження інвестиційного клімату в господарських системах різного рівня. У ньому врахована головна ціль підприємницької діяльності будь-якого інвестора — одержання прибутку й повернення вкладених коштів через певний проміжок часу. Однак він не відповідає більшості методологічних підходів. У ньому не відображений баланс інтересів, а інвестиційний клімат не пов'язаний з інноваційним типом розвитку й економічною стійкістю. Цей метод взагалі ігнорує

об'єктивні зв'язки фактора інвестицій з іншими ресурсними факторами розвитку господарських систем.

Найбільш відповідає більшості методологічних вимог факторний метод оцінки інвестиційного клімату. До його переваг можна віднести врахування взаємодії багатьох факторів-ресурсів, а також ієрархічності національної економічної системи; використання статистичних даних, що нівеликують суб'єктивізм експертних оцінок; диференційований підхід до різних рівнів економіки, регіонів при визначенні їх інвестиційної привабливості; прагнення забезпечити максимально ефективне використання всіх можливих джерел інвестицій. Сформульовані вище додаткові методологічні вимоги до характеристики інвестиційного клімату дозволяють запропонувати ряд напрямків удосконалення факторного методу його оцінки. Це:

— сполучення інтересів інвесторів і соціально-економічної системи країни, регіону, яка інвестується; врахування необхідності структурних перетворень і забезпечення економічної стійкості країни чи регіону;

— упор на оцінку стану, розвитку й ефективного використання науково-технологічного й інноваційного потенціалів;

— вилучення з набору обов'язкових таких важко зумовлених факторів, як відношення працівників регіональних органів до підприємництва; відношення населення до вітчизняних і іноземних підприємств; відношення регіональної влади до іноземних інвесторів і т.п.;

— структуризація інвестиційного клімату регіонів за галузями, хоча б основними, пріоритетними в економіці;

— відображення рівня розвитку міжрегіональної кооперації й міжрегіонального розподілу праці.

Ризиковий метод аналізу й оцінки інвестиційного клімату становить інтерес, насамперед, для стратегічного інвестора. Він дозволяє йому не тільки оцінити привабливість території для інвестування, але й зіставити рівень ризику, властивому новому об'єкту вкладення інвестицій, з існуючим у звичному для нього регіоні ведення бізнесу. При цьому не слід змішувати загальне поняття ризику інвестування в господарську систему з ризиками окремих інвестиційних проектів. В останньому випадку ризику пов'язані з невизначеністю одержання очікуваного комерційного результату в ході реалізації конкретного проекту. Для їх оцінки є декілька варіантів перевіреного на практиці інструментарію, у рамках якого інвестиційний клімат розглядається в якості одного з об'єктивних факторів, що впливають на індивідуалізований ризик. Необхідно мати на увазі, що при використанні ризикового методу, так само як і при першому підході, переважає врахування інтересів інвестора, причому нерідко не тільки економічних, але й політичних.

Відповідно до інституціонального підходу інвестиційний клімат можна розглядати як особливу підсистему в інституціональній системі економіки, покликаний створити передумови для найкращого використання суспільно-економічних відносин у розвитку й науково-технологічному відновленні продуктивних сил суспільства через активну інвестиційну діяльність.

**Висновки.** Таким чином, можна у певній мірі

констатувати, що при великій кількості публікацій, присвячених проблематиці інвестиційного клімату, інвестиційній привабливості господарських суб'єктів, багато принципів питань залишилися не дослідженими, особливо, щодо рівня підприємства в умовах ринкових перетворень. Зокрема, на думку ряду вчених, у економічній науці дотепер не прийшли до єдиного розуміння не лише про оцінювання інвестиційної привабливості, але й до визначення її сутності.

### Література

1. **Бланк И. А.** Основы инвестиционного менеджмента. / И. А. Бланк. — Т. 1-2. — К.: Эльга-Н, Ника-Центр. — 2001. — 536 с.
2. **Чернов В. А.** Инвестиционная стратегия: учеб. пособие для вузов / В. А. Чернов. — М.: ЮНИТИ — ДАНА, 2003. — 158 с.
3. **Stobaugh R.** How to Analyze Foreign Investment Climates / R. Stobaugh. — Harvard Business Review, September — October, 1969. — 374 p.
4. <http://www.maplecroft.com>.

### **Тхор О. С., Гуревич В. В. Дослідження методологічного апарату оцінки інвестиційного клімату під час аналізу інвестиційної привабливості підприємства**

У статті розглянуто основні підходи як українські так і зарубіжні, до оцінки інвестиційної привабливості, інвестиційних ризиків, визначення і оцінки інвестиційного клімату.

*Ключові слова:* аналіз, оцінка, інвестиційний клімат, інвестиційна привабливість підприємства, інвестиційні ризики.

### **Тхор Е. С., Гуревич В. В. Исследование методологического аппарата оценки инвестиционного климата при анализе инвестиционной привлекательности предприятия**

В статье рассмотрены основные отечественные и зарубежные подходы к оценке инвестиционной привлекательности, инвестиционных рисков, определению и оценке инвестиционного климата.

*Ключевые слова:* анализ, оценка, инвестиционный климат, инвестиционная привлекательность предприятия, инвестиционные риски.

### **Tkhor O. S., Gurevich V. V. Research of methodological vehicle of estimation of investment climate at the analysis of investment attractiveness of enterprise**

In the article the basic domestic and foreign going is considered near the estimation of investment attractiveness, investment risks, to determination and estimation of investment climate.

*Key words:* analysis, estimation, investment climate, investment attractiveness of enterprise, investment risks.

Стаття надійшла до редакції 21.03.2011

Прийнято до друку 26.08.2011