

**Н.Ю. Брюховецька,
О.В. Хасанова**

ОЦІНКА ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ПІДПРИЄМСТВА: ВИЗНАЧЕННЯ НЕДОЛІКІВ ДЕЯКИХ ІСНУЮЧИХ МЕТОДИК

Одним із найбільш важливих аспектів функціонування підприємств в Україні є інвестиційна діяльність. Інвестиції стосуються глибинних основ господарської діяльності, визначаючи процес економічного зростання підприємств і країни в цілому.

Протягом 2004-2007 рр. спостерігається тенденція збільшення інвестицій в основний капітал підприємств (табл. 1) [11, 202], що

забезпечує динамічний розвиток підприємств і дає змогу вирішувати такі завдання, як розширення виробничої діяльності, оновлення матеріально-технічної бази, реконструкція, реорганізація існуючих підприємств, створення нових підприємств. Збільшення інвестицій в основний капітал підприємств поліпшує інвестиційну привабливість підприємств для вітчизняних та іноземних інвесторів.

Таблиця 1. Інвестиції в основний капітал підприємств України за видами економічної діяльності, млн. грн.

Види діяльності	2004 р.	2005 р.	2006 р.	2007 р.
Сільське господарство, мисливство, лісове господарство	3 381	5 016	7 309	9 519
Рибальство, рибництво	38	27	55	35
Промисловість	28 191	35 031	44 804	64 341
Будівництво	4 675	4 929	6 300	9 105
Торгівля, ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку	5 322	7 614	11 655	17 778
Діяльність готелів та ресторанів	1 074	1 508	1 483	2 613
Діяльність транспорту та зв'язку	15 015	16 887	20 329	31 709
Фінансова діяльність	1 245	1 964	2 386	4 164
Операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг і надання послуг підприємцям	11 238	15 334	24 026	39 414
Державне управління	1 156	793	1 054	14 571
Освіта	953	870	1 164	1 651
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	1 472	1 297	1 835	2 518
Надання комунальних та індивідуальних послуг, діяльність у сфері культури та спорту	1 954	1 826	2 854	4 061
Усього інвестицій в основний капітал	75 714	93 096	125 254	201 479

Однак обсяг іноземних інвестицій є недостатнім, хоч і спостерігається тенденція їх збільшення, що обумовлено зовнішніми та внутрішніми факторами:

економічна та соціальна діяльність підприємств, внутрішня та зовнішня політика держави (табл. 2).

© Брюховецька Наталя Юхимівна – доктор економічних наук, професор;
Хасанова Олена Вікторівна – аспірант.
Донецький університет економіки та права.

Таблиця 2. Інвестиції в основний капітал підприємств України за джерелами фінансування, млн. грн.

Джерела	2004 р.	2005 р.	2006 р.	2007 р.
Державний бюджет	7 945	5 077	6 846	10 458
Місцеві бюджети	3 544	3 915	5 446	7 324
Власні кошти підприємств та організацій	46 685	53 424	72 337	106 520
Іноземні інвестори	2 695	4 688	4 583	6 660
Населення (на будівництво власних квартир)	7 019	9 879
Населення (на індивідуальне житлове будівництво)	2 577	3 091	5 110	8 549
Кредити банків та інші позики	5 735	13 740	19 406	31 182
Інші джерела фінансування	6 533	9 161	4 507	7 914
Усього	75 714	93 096	125 254	188 486

Аналіз структури інвестицій в основний капітал підприємств України протягом 2004-2007 рр. виявив стійку тенденцію зменшення іноземних інвестицій у загальному обсязі

інвестицій. Так, обсяг іноземних інвестицій у загальному обсязі інвестицій в основний капітал у 2004 р. становив 3,6%, у 2005 р. – 5,0%, у 2006 р. – 3,7%, у 2007 р. – 3,5% (див. рисунок).

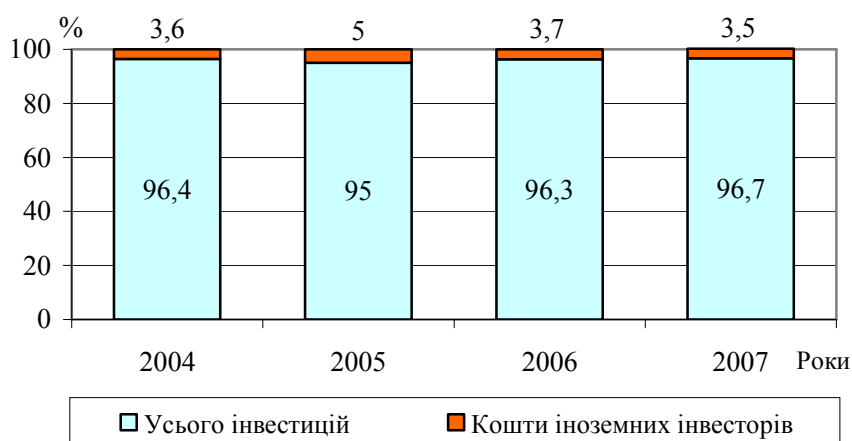


Рисунок. Іноземні інвестиції в основний капітал підприємств України у загальному обсязі інвестицій протягом 2004-2007 рр.

Ефективність сучасного економічного розвитку будь-якого суб'єкта господарювання нерозривно пов'язана із підвищенням інвестиційної привабливості підприємств як для залучення іноземних інвестицій, так і для міжрегіонального перерозподілу інвестиційних ресурсів. У період становлення ринкових відносин дослідження інвестиційної привабливості

стало надзвичайно поширеними у науковій літературі.

Метою статті є аналіз різних підходів до тлумачення економічної категорії «інвестиційна привабливість підприємства» і основних методик оцінки інвестиційної привабливості підприємства, виявлення їх недоліків при використанні в сучасних умовах господарювання.

Аналіз вітчизняних та іноземних публікацій дає змогу зробити висновок, що в науковій літературі не сформовано єдиного трактування поняття «інвестиційна привабливість підприємства».

Так, І.А. Бланк [2, 114; 3, 59], А.Г. Загородній, Г.А. Вознюк, Г.О. Партин [5, 392-393], О.В. Носова [8, 120] вважають, що інвестиційна привабливість – це узагальнена характеристика переваг і недоліків інвестування окремих напрямів і об'єктів із позиції конкретного інвестора.

Згідно з Методикою інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств і організацій інвестиційна привабливість підприємства визначається як рівень задоволення фінансових, виробничих, організаційних та інших вимог чи інтересів інвестора щодо конкретного підприємства, що може визначатися чи оцінюватися значеннями відповідних показників, у тому числі інтегральної оцінки [7, 19].

Автор роботи [9] визначає інвестиційну привабливість як інтегральну характеристику окремих підприємств як об'єктів майбутнього інвестування з позиції перспективності розвитку виробництва й обсягів збуту продукції, ефективності використання активів, їх ліквідності, стану платоспроможності та фінансової стійкості]. Дане трактування є більш суттєвим, тому що інтегральна характеристика підприємства дає змогу інвестору зіставити її із власними інвестиційними цілями та зробити висновок про доцільність вкладання коштів.

Білоруськими вченими Н.А. Русак і В.А. Русак запропоновано коротке і чітке визначення: під інвестиційною привабливістю об'єкта (країни, регіону, галузі, підприємства або проекту) запропоновано розуміти доцільність

вкладення в нього вільних коштів [10, 89].

Авторський колектив (О.П. Білий, В.В. Гнатушенко, М.М. Іванов та інші під керівництвом професора Ю.Г. Лисенка) розглядає методику оцінки інвестиційної привабливості підприємства, запропоновану А.М. Омаровим у 1984 р., у якій під інвестиційною привабливістю підприємства розуміється наявність економічного ефекту від вкладання в акції даного об'єкта (при мінімальному розмірі ризику) [12, 29]. Трактування інвестиційної привабливості підприємства, запропоноване А.М. Омаровим, не дає чіткого розуміння поняття, тому що науковець пропонує розглядати тільки один вид інвестицій – інвестування в акції підприємства і спостерігати тільки економічний ефект.

Таким чином, короткий аналіз підходів учених до визначення інвестиційної привабливості підприємства дозволяє зробити висновок, що *інвестиційна привабливість підприємства* – це збалансована система інтегральних та комплексних показників доцільності вкладання капіталу інвестором в об'єкт інвестування, яка відображає сукупність об'єктивних та суб'єктивних умов, що сприяють або перешкоджають процесу інвестування.

Ефективність інвестиційних процесів у сучасних умовах господарювання тісно пов'язана з оцінкою поточного стану та виявлення основних тенденцій розвитку інвестиційного ринку. Процес вивчення інвестиційного ринку містить оцінку інвестиційної привабливості підприємств. Науковий інтерес до проблеми оцінки інвестиційної привабливості підприємства змушує звернутися до аналізу накопиченого теоретичного матеріалу. Широко відомі наукові праці таких учених, як О.Ф. Балацький, О.М. Теліженко, М.О. Соколов,

А.П. Іванов, С.С. Донцов, І.А. Бланк [1-4, 6, 7]. Так, І.А. Бланк [2] пропонує використовувати західні та вітчизняні методи оцінки і прогнозування інвестиційної привабливості окремих суб'єктів господарювання. Науковець рекомендує спочатку визначати стадію життєвого циклу підприємства, що дозволить оцінити його інвестиційну привабливість. Життєвий цикл підприємства складається з етапів його руху, індивідуального відтворення: створення підприємства, його становлення і розвиток, можливість кризового стану, санація, банкрутство, відродження. Ефективне проходження підприємством етапів його життєвого циклу водночас забезпечує економічну безпеку підприємства, тобто ефективне використання речових та людських ресурсів і забезпечення стабільного функціонування та суспільного відтворення. На жаль, сучасний стан економічного розвитку України не надає оптимізму щодо можливості забезпечення умов ефективного життєвого циклу підприємства та його економічної безпеки. Існує загроза життєвому циклу підприємств в Україні. Складові загрози знаходяться у зовнішньому середовищі діяльності підприємств, тобто на рівні макроекономіки, і в індивідуальному відтворенні підприємств, тобто на рівні мікроекономіки. Негативні показники діяльності підприємств відповідно до попередніх років господарювання показують, що майже усі підприємства знаходяться на стадії старіння та інвестиції у них ризиковані. Тому, за умови негативного інвестиційного клімату держави, неможливо правильно визначити стадію життєвого циклу підприємства та прийняти об'єктивне інвестиційне рішення.

При здійсненні оцінки інвестиційної привабливості

підприємства можна використовувати «Методику інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств і організацій», затверджену наказом Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій, яка базується на визначенні інтегральної оцінки інвестиційної привабливості або показника, у якому відтворюються значення інших показників [7]. Основними групами показників для визначення інвестиційної привабливості підприємств є показники оцінки майнового стану інвестованого об'єкта, оцінка фінансової стійкості (платоспроможності) підприємства, оцінка ліквідності активів інвестованого об'єкта, оцінка прибутковості підприємства, показники оцінки ділової активності та показники ринкової активності інвестованого об'єкта. Основна мета цієї методики – оцінити інвестиційну привабливість підприємств за допомогою економіко-математичного аналізу даних річного балансу та звіту про фінансові результати діяльності підприємств. Ця методика дозволяє інвестору комплексно оцінити теперішнє становище підприємства, але не враховує майбутніх перспектив розвитку суб'єкта господарювання.

Російський учений А.П. Іванов при оцінці інвестиційної привабливості підприємства пропонує підхід, який базується на двох етапах – аналізі економічної спроможності емітента цінних паперів і оцінці ризику та дохідності акцій у ринковому обороті [6]. Тим самим можливості фундаментального аналізу доповнюються методами технічного аналізу, що допомагає приймати обґрунтовані рішення при виборі об'єктів інвестування та фінансових інструментів. Технічний аналіз базується на ринкових показниках цінних паперів, показниках попиту та пропозиції цінних паперів,

визначення динаміки курсової вартості, загальної ринкової тенденції руху курсів цінних паперів. У країнах із розвинутими фондовими ринками технічний аналіз використовується для оцінки інвестиційної привабливості підприємств, однак вітчизняний ринок цінних паперів не має ще достатньої історії свого функціонування, тобто аналіз графіків не буде об'єктивним та інформативним для прийняття інвестиційного рішення.

Науковець А.П. Іванов пропонує оцінювати активи підприємства за справедливою (ринковою) вартістю, що характеризує реальну вартість підприємства та його активів. Під реальною вартістю підприємства та його активів А.П. Іванов розуміє суму коштів, яку можна отримати від продажу активів чи підприємства в цілому протягом обмеженого періоду (строку експлуатації) [6, 14]. У своїй моделі науковець використовує кількісні методи оцінки вартості підприємства (витратний, порівняльний, дохідний підходи, метод капіталізації доходу), аналіз ринкової активності корпоративних цінних паперів (вартість чистих активів підприємства, прибуток на одну акцію, «роздвоєний» прибуток на акцію та інші показники), оцінку ризику при портфельному інвестуванні (динаміка курсів акцій, дисперсія випадкових величин, стандартне відхилення, коефіцієнт варіації та інші показники). Модель оцінки інвестиційної привабливості підприємства, запропонована А.П. Івановим, дозволяє інвестору комплексно оцінити теперішнє та майбутнє становище підприємства, але дана методика адаптована тільки для акціонерних товариств. При оцінці інвестиційної привабливості підприємств інших форм господарювання за цією моделлю виникають труднощі в розрахунку того чи іншого показника.

Науковці О.Ф. Балацький, О.М. Теліженко, М.О. Соколов [1] виділяють експертно-рейтингову систему для оцінки інвестиційної привабливості регіону. Запропонована система базується на складанні рейтингу регіону на основі експертних оцінок, визначенні інвестиційної привабливості регіону на базі показника «дистанції віддалення від еталону». Експертно-рейтингова система враховує інтереси різних груп інвесторів: експортно-орієнтованих підприємств, місцевих ринково-орієнтованих підприємств, транснаціональних корпорацій, малих підприємств, іноземних інвесторів, місцевих інвесторів (табл. 3).

Найбільш відомими західними системами оцінки інвестиційної привабливості та ризику є рейтинги Institutional Investor, Euromoney, Business Environment Risk Index (BERI) [12, 28].

Експертно-рейтингові системи оцінки інвестиційної привабливості регіону є економічно цікавими, але вони важко пристосовуються для оцінки інвестиційної привабливості одного підприємства. Для підприємства при оцінці його інвестиційної привабливості вони будуть нести тільки інформативний характер: характеристика інвестиційної привабливості регіону не дає точного уявлення про інвестиційну привабливість одного підприємства. Крім того, використання експертних оцінок може спричинити велику вірогідність неточності оцінки інвестиційної привабливості підприємства, тому що рейтинг розраховується як середньозважена експертних оцінок регіону.

Науковець С.С. Донцов [4] пропонує оцінювати інвестиційну привабливість підприємства за допомогою надійності його цінних паперів. С.С. Донцов у своїй праці «Оцінка інвестиційної привабливості підприємства за допомогою аналізу

надійності його цінних паперів» рекомендує розраховувати три групи показників:

1) показники, які характеризують надійність підприємства в цілому (борг на капітал, коефіцієнт покриття поточних зобов'язань ліквідними активами, коефіцієнт покриття поточних зобов'язань найбільш ліквідними активами);

2) показники, що визначають надійність емітента з точки зору повернення коштів, які були вкладені інвестором у цінні папери даного підприємства (коефіцієнт покриття

облігацій, коефіцієнт покриття привілейованих акцій, коефіцієнт покриття простих акцій);

3) показники, що характеризують надійність емітента з точки зору гарантії отримання інвестором доходу за конкретними цінними паперами (коефіцієнт покриття виплат за облігаціями, коефіцієнт покриття дивідендів за привілейованими акціями, коефіцієнт покриття дивідендів за простими акціями).

Таблиця 3. Найбільш важливі чинники у процесі прийняття інвестиційних рішень для різноманітних груп інвесторів при використанні експертно-рейтингової системи оцінки інвестиційної привабливості регіону [1, 54]

Групи інвесторів	Чинники
Експортно-орієнтовані підприємства	1. Наявність і вартість трудових ресурсів
	2. Експортні стимули
	3. Реальний курс національної валюти
	4. Можливості будівництва і власного розвитку
Місцеві ринково-орієнтовані підприємства	1. Розміри ринку товарів і можливості його розвитку
	2. Захищеність місцевого ринку від імпорту
	3. Наявність конкуренції
	4. Ставка рефінансування
Транснаціональні корпорації	1. Внутрішні корпоративні інтереси
	2. Можливість виходу на внутрішній ринок
	3. Відсутність політичних ризиків і передбачуваність дій уряду
	4. Стабільність економічної політики держави
	5. Достатній рівень розвитку інфраструктури галузі
Малі підприємства	1. Наявність інвестиційних можливостей
	2. Стабільність економічної політики
	3. Відсутність обмежень на діяльність на місцевому рівні
Іноземні інвестори	1. Можливість виходу на місцевий ринок
	2. Політична стабільність і передбачуваність дій уряду
	3. Стабільність економічної політики
	4. Історичний інвестиційний досвід і можливості
Місцеві інвестори	1. Доступність кредитної системи
	2. Стабільність економічної політики
	3. Рівень розвитку ринку (сировина, матеріали)
	4. Наявність інвестиційних стимулів

Методика оцінки інвестиційної привабливості підприємства, запропонована С.С. Донцовим, дозволяє

інвестору оцінити теперішнє становище акціонерного товариства, але не враховує майбутніх перспектив розвитку суб'єкта

господарювання і не може бути пристосована до оцінки інвестиційної привабливості підприємств іншої форми господарювання. Використання даної методики відрізняється вузькою сферою використання, бо для отримання адекватних результатів необхідно, щоб інвестування відбувалося з однаковим ризиком у всю діяльність підприємства, а не тільки у його цінні папери.

Таким чином, проведений аналіз вищезазначених методик дозволяє виділити їх недоліки при оцінці інвестиційної привабливості підприємств

Таблиця 4. Недоліки деяких існуючих методик оцінки інвестиційної привабливості підприємств у сучасних умовах господарювання

Методики (автор, основні положення)	Недоліки
І.А. Бланк – оцінка інвестиційної привабливості підприємства базується на визначенні стадії життєвого циклу підприємства	За умови негативного інвестиційного клімату країни неможливо правильно визначити стадію життєвого циклу підприємства (негативні показники діяльності підприємств у сучасних умовах господарювання відповідно до попередніх років показують, що майже усі підприємства знаходяться на стадії старіння та інвестиції у них ризиковані)
«Методика інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств і організацій», затверджена наказом Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій	Ця методика дозволяє інвестору комплексно оцінити теперішнє становище підприємства, але не враховує майбутніх перспектив розвитку суб'єкта господарювання
А.П. Іванов – можливості фундаментального аналізу доповнюються методами технічного аналізу при оцінці інвестиційної привабливості підприємства	Дана методика адаптована тільки для акціонерних товариств. При оцінці інвестиційної привабливості підприємств інших форм господарювання за цією моделлю виникають труднощі при розрахунку того чи іншого показника. Вітчизняний ринок цінних паперів не має ще достатньої історії свого функціонування, аналіз графіків не буде об'єктивним та інформативним для прийняття інвестиційного рішення
О.Ф. Балацький, О.М. Теліженко, М.О. Соколов – експертно-рейтингова система оцінки інвестиційної привабливості регіону	Для оцінки інвестиційної привабливості одного підприємства рейтинги регіону будуть нести тільки інформативний характер: характеристика інвестиційної привабливості регіону не дає точного уявлення про інвестиційну привабливість одного підприємства. Крім того, використання експертних оцінок може спричинити велику вірогідність

у сучасних умовах господарювання (табл. 4).

Висновки. Необхідно зауважити, що проблема оцінки інвестиційної привабливості підприємства може бути вирішена лише після визначення усіх факторів, що впливають на її рівень як зовні, тобто з боку держави, регіону та галузі, так і із середини, із боку самого підприємства. Виходячи із цього оцінку інвестиційної привабливості підприємства треба проводити за двома напрямками з урахуванням зовнішніх та внутрішніх факторів впливу:

	неточности оцінки інвестиційної привабливості підприємства, тому що рейтинг розраховується як середньозважена експертних оцінок регіону
С.С. Донцов – оцінка інвестиційної привабливості підприємства за допомогою надійності його цінних паперів	Ця методика не враховує майбутніх перспектив розвитку суб'єкта господарювання. Використання даної методики відрізняється вузькою сферою використання, бо для отримання адекватних результатів необхідно, щоб інвестування відбувалося з однаковим ризиком у всю діяльність підприємства, а не тільки у його цінні папери

оцінка попереднього та поточного фінансово-економічного стану підприємства (короткострокова життєдіяльність підприємства);

визначення прогнозних значень показників діяльності підприємства (довгострокова діяльність підприємства).

Будь-яка система показників має завершуватися загальним показником визначення інвестиційної привабливості підприємства. Тому визначення збалансованої системи інтегральних та комплексних показників доцільності вкладання капіталу інвестором в об'єкт інвестування має стати результатом подальших досліджень.

Література

1. Балацький О.Ф., Теліженко О.М., Соколов М.О. Управління інвестиціями: Навч. посібник. – 2-ге вид., перероб. і доп. – Суми: ВТД «Університетська книга», 2004. – 232 с.

2. Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент. – К.: МП "ИТЕМ, Лтд", "Юнайтед Лондон Трейд Лимитед", 1995. – 448 с.

3. Бланк И.А. Стратегия и тактика управления финансами. – К.: МП "ИТЕМ, Лтд", "АДЕФ-Украина", 1996. – 534 с.

4. Донцов С.С. Оценка инвестиционной привлекательности предприятия посредством анализа надежности его ценных бумаг // Финансовый менеджмент. – 2003. – № 3. – С. 78-84.

5. Загородній А.Г., Вознюк Г.А., Партин Г.О. Інвестиційний словник: Навч. посібник. – Львів: Бескид Біт, 2005. – 512 с.

6. Иванов А.П. Инвестиционная привлекательность акций. – М.: Изд. центр «Акционер», 2002. – 192 с.

7. Методика інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств і організацій: Затв. наказом Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій 23.02.1997 р. № 22 // Державний інформ. бюл. про приватизацію. – 1998. – № 7. – С. 18-28.

8. Носова О.В. Інвестиційна привабливість підприємства // Стратегічні пріоритети. – 2007. – № 1 (12). – С. 120-126.

9. Пилипяк А. Инвестиционная привлекательность регионов Украины: социально-демографический аспект // Экономика Украины. – 2004. – № 8. – С. 82-85.

10. Русак Н.А., Русак В.А. Финансовый анализ субъекта хозяйствования: Справ. пособие. – Минск: Вышэйш. шк., 1997. – 309 с.

11. Статистичний щорічник України за 2006 рік / За ред. О.Г. Осауленка. – К.: Консультант, 2007. – 552 с.

12. Стратегия формирования инвестиционной привлекательности металлургических предприятий Украины / Под общ. ред. проф. Ю.Г. Лысенко. – Донецк: ООО «Юго-Восток, Лтд», 2005. – 381 с.