

## **АНАЛІЗ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ПРОЕКТІВ ІЗ ЗАЛУЧЕННЯМ ІНОЗЕМНОГО КАПІТАЛУ**

Стаття присвячена проблемам аналізу інвестиційної привабливості проектів із залученням іноземних фінансових інвестицій в умовах ринкових перетворень. Досліджується вітчизняний та зарубіжний теоретичний і практичний досвід оцінки інвестиційної привабливості підприємств.

В статті виділено групи методик аналізу інвестиційної привабливості проектів, визначено за якими напрямками доцільно здійснювати аналіз фінансового стану потенційних суб'єктів інвестування.

**КЛЮЧОВІ СЛОВА:** інвестиції, іноземний інвестор, інвестиційна привабливість, аналіз стійкості, ліквідність активів.

На сьогодні, зважаючи на необхідність залучення іноземних інвестицій, інвестиційна привабливість окремих проектів чи суб'єктів господарювання з урахуванням факторів економічного, політичного і соціального характеру набула в Україні особливо важливого значення. Дефіцит інвестиційних ресурсів протягом останніх років залишається головною проблемою української економіки.

Проблема оцінки інвестиційної привабливості об'єктів фінансового інвестування у теорії і практиці інвестиційного аналізу займає важливе місце. Така оцінка проводиться на різних рівнях: підприємства, галузі, регіону, країни.

Треба зазначити, що серед економістів немає єдиної думки щодо напрямів, кількості і структури показників оцінки, що характеризують інвестиційну привабливість суб'єктів господарювання. Така оцінка в основному базується на показниках фінансового аналізу. Головна увага при цьому надається розрахункові фінансових коефіцієнтів, що характеризують майновий і фінансовий стан суб'єктів господарювання, їх прибутковість і ділову активність. Серед вітчизняних вчених найбільше

уваги вивченню даних проблем надавали: І. О. Бланк, О. Д. Василік, Б. М. Литвин, Є. В. Мних, А. А. Пересада, В. І. Самборський, В. В. Сопко, М. Г. Чумаченко, І. Г. Яремчук. Методам оцінки ресурсів та аналізу фінансових показників присвячена праця А. А. Пересади, Ю. М. Коваленко, С. В. Онікієнко «Інвестиційний аналіз».

Дана стаття присвячена проблемам оцінки інвестиційної привабливості проектів із залученням іноземного капіталу в умовах ринкової економіки. Поставлено завдання дослідити та розкрити особливості оцінки інвестиційної привабливості підприємств із залученням іноземних інвестицій, а саме:

- 1) етапи передінвестиційних досліджень;
- 2) системи та методики оцінки інвестиційної привабливості підприємств;
- 3) напрями аналізу інвестиційної привабливості.

Інвестиційна привабливість підприємства — це інтегральна характеристика його потенційних можливостей приймати інвестиції у певних масштабах і формах, умов його використання із забезпеченням достатнього для інвестора прибутку (доходу) при припустимому рівні ризику. Для її оцінки в залежності від мети, глибини та деталізації аналізу можуть використовуватись різні показники: ліквідності і оборотності активів, фінансової стійкості, прибутковості капіталу тощо В сучасній економічній літературі немає чіткості у визначенні сутності інвестиційної привабливості та системи її оцінки.

Розрахунок ефективності інвестицій — це складний процес, який вимагає об'ємної інформації. На наш погляд, у найбільш широкому розумінні оцінку інвестиційної привабливості слід трактувати як систему дій потенційного інвестора, спрямовану на підбір найбільш перспективних і ефективних проектів, які відповідають його ресурсам і можуть входити до інвестиційного портфеля.

Важливим напрямом оцінки інвестиційного іміджу є також вивчення «технологічного здоров'я» підприємства. Технологічно здоровим може вважатися підприємство, що володіє передовими науково-технічними розробками, випереджує конкурентів в оновленні виробництва, забезпечує технологічне лідерство і високу ефективність.

Звичайно, дані напрями і показники є важливими при виборі майбутніх об'єктів інвестування, їх треба враховувати при складанні бізнес-планів інвестиційних проектів. Однак, вони виходять за рамки фінансового аналізу, їх важко оцінити в кількісно-

му чи вартісному вимірах, звести до загальних інтегрованих значень для порівняння з іншими аналогами.

Комплексний підхід до аналізу інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання нерозривно пов'язаний з оцінкою стану і прогнозуванням розвитку інвестиційного ринку. Процес оцінки інвестиційної привабливості суб'єктів господарювання можна представити у вигляді послідовних етапів.

Початковим етапом передінвестиційних досліджень є загальноекономічний або макроекономічний аналіз для визначення інвестиційного клімату країни. Стан економіки аналітик оцінює з урахуванням статистичних даних стосовно темпів зростання валового національного продукту, доходів на душу населення, рівня зайнятості, темпів інфляції, рівня відсоткових ставок, валютного курсу тощо. Додатково він визначає фіскальну й монетарну політику уряду, її вплив на функціонування ринку цінних паперів. На підставі цих досліджень надається загальна оцінка інвестиційного клімату країни.

Розвиток фінансового інвестування в першу чергу залежить від стану фондового ринку, що характеризується індикаторами його кон'юнктури (індексами). На сьогодні провідні українські та зарубіжні інвестиційні компанії розраховують власні індекси. Серед них: «Прспект інвестментс», «Альфа-Капітал», «Wood and Company», «CS First Boston».

В основу розрахунку індекса Pro-50 покладено показники 50-ти компаній (16 металургійних, 4 енергетичних, 7 нафтогазових, 10 хімічних, 5 машинобудівних і 8 інших). Індекс Wood-15 дозволяє слідкувати за ціною 15-ти компаній різних галузей, акції яких обертаються на ПФТС. Свої розрахунки фондових індексів «CS First Boston» і «Альфа-Капітал» ведуть на основі статистичної вибірки з 20 підприємств. З жовтня 1997 р. введено офіційний ПФТС-індекс, який розраховується щоденно на основі офіційних результатів позабіржової торгівлі акціями підприємств, що пройшли 1-й та 2-й рівні лістингу. Розпочато підготовчі роботи по розрахунку національного фондового індексу.

Найвідомішими авторитетними системами оцінок інвестиційного клімату є рейтинги Institutional Investor, Euromoney та BERI (Business Environment Risk Index). Національні рейтинги інвестиційного клімату періодично публікують провідні економічні журнали (Fortune, The Economist), авторитетні експертні агентства (Moody's, Standart and Poor, IBCA). У дослідницьких цілях використовуються інші (більш вузькі чи розширені) експертно-ана-

літичні та прогностичні системи. Серед світових фондових індексів найвідомішими є: Dow Jones, Standart and Poor, NYSE, AMEX, NASTAQ, DAX, NIKKEI, «Рейтер», «Франкфурт Альгемайте Цайтунг».

На другому етапі здійснюється індустріальний аналіз, який передбачає комплексний підхід до аналізу функціонування певних галузей. На підставі дослідження ділового циклу в економіці здійснюють відповідний розподіл галузей за рівнем ділової активності, а також за стадіями розвитку з метою з'ясування їхньої інвестиційної привабливості.

Наступний етап — аналіз конкретного емітента — підприємства, фірми, корпорації, передбачає встановлення стадії життєвого циклу й аналіз фінансового стану компанії (підприємства) на підставі визначення фінансових коефіцієнтів, оцінювання платоспроможності й фінансової стійкості, визначення ціни фірми тощо, а також дослідження перспектив розвитку менеджменту, організаційних і комерційних умов функціонування. Підсумковим етапом є прогнозування (моделювання) ринкової ціни цінних паперів з метою прийняття інвестиційного рішення.

У світовій та вітчизняній практиці вироблено низку методик з оцінки та аналізу інвестиційної привабливості суб'єктів господарської діяльності, що базуються на фінансових показниках.

Характеризуючи їх головні ознаки, слід відзначити, що основними напрямками аналізу інвестиційної привабливості є: аналіз фінансового стану й аналіз доходності.

Оцінка інвестиційної привабливості потенційних об'єктів інвестування може бути одержана на кількісному і якісному рівнях. Перший з них включає розрахунок і обробку певного набору фінансових коефіцієнтів, а другий — порівняння оптимальних оцінок ефективності і ліквідності на основі застосування середньогалузевих орієнтирів або нормативів.

При проведенні першого напрямку аналізу інвестиційної привабливості вирішуються такі завдання: аналіз ліквідності і аналіз фінансової стійкості підприємств. В економічній літературі під ліквідністю підприємства розуміють його здатність своєчасно і в повному обсягу відповідати за наявними фінансовими зобов'язаннями, які охоплюють всі виплати. Для аналізу фінансової стійкості інвестору потрібно розглянути багаторівневу схему покриття запасів і витрат підприємства джерелами коштів, оскільки остання «є суттю фінансової стійкості».

Другий напрям здійснення аналізу інвестиційної привабливості підприємств проводиться здійсненням аналізу їх доходності. При вивченні економічної літератури виділяємо два підходи до методики такого аналізу: підхід, що ґрунтується на розрахунку абсолютних, об'ємних показників, які характеризують результати діяльності підприємства, та визначення відхилень їх фактичних значень від планових і підхід, що передбачає обчислення відносних показників: рентабельності і оборотності.

Для прикладу можна навести схему фінансового аналізу, розроблену корпорацією «Дюпон», відому як «Модель Дюпона». Дана модель є одним з найпоширеніших методів оцінки прибутковості інвестованого капіталу. Показник прибутковості інвестицій визначається відношенням суми чистого прибутку до інвестованого капіталу. Автори моделі ввели в структуру даного співвідношення показники прибутковості реалізації і оборотності активів. Аналіз окремих елементів моделі дозволяє відслідковувати ступінь впливу на узагальнюючий показник багатьох чинників, що характеризують операційну, інвестиційну та фінансову діяльність досліджуваного об'єкта.

Дана модель використовує показники ділової активності і при цьому не враховує показники фінансового стану та фінансової стійкості підприємства. Тому поряд з цією моделлю широко використовуються й інші моделі для оцінки компаній на фінансову стійкість та схильність до банкрутства. Найбільш поширеними є такі, як п'ятифакторна модель Альтмана (Z-балу), чотирифакторна модель Тэфлера (Tafler), чотирифакторна модель Тішоу (Tishaw). Індекс (коефіцієнт) Альтмана (Z-бал) побудований за допомогою техніки мультиплікативного дискримінантного аналізу, він дає можливість визначити серед підприємств потенційних банкрутів, так як цей індекс являє собою функцію п'яти показників, що найбільш репрезентативно характеризують економічний потенціал підприємства.

При числовому значенні даного показника 3,0 і вище фінансовий стан підприємства вважається стабільним, а ймовірність банкрутства є дуже низькою; якщо він знаходиться в межах 2,6—2,9 — фінансова стійкість є високою з малою ймовірністю банкрутства; від 1,8 до 2,6 — підприємство схильне до банкрутства (критичне значення розрахованого Альтманом індекса Z дорівнює 2,675); значення показника нижче від 1,8, вважають західні спеціалісти, свідчить про те, що ймовірність банкрутства є дуже високою, а інвестиції в такі підприємства будуть надто ризиковими.

Аналіз економічної літератури доводить, що в зарубіжній аналітичній роботі для оцінки доходності за даними звітності підприємств використовують три класи показників рентабельності: розраховані на основі прибутку (доходу); розраховані у зв'язку з використанням виробничих активів; розраховані на основі потоків грошових коштів. Тому доцільно було б розраховувати більшу кількість коефіцієнтів рентабельності, з використанням різних показників прибутку: рентабельність вкладів у підприємство, рентабельність реалізованої продукції, прибутковість однієї акції.

Аналіз ділової активності проводиться в двох напрямках: кількісна оцінка ступеня виконання плану за основними показниками та розрахунок показників, що характеризують ефективність використання ресурсів: фондівіддача, оборотність запасів, оборотність інвестицій, тривалість операційного циклу.

Проводячи оцінку інвестиційної привабливості, треба враховувати, що важко, а інколи і неможливо оцінити об'єктивно підприємство тільки за запропонованими показниками, так як вони характеризують окремі сторони його фінансового становища. Більш точна і об'єктивніша оцінка всіх сторін фінансово-господарської діяльності підприємства потребує використання системи показників, які ґрунтуються на комплексному підході до суб'єкта господарювання.

В економічній літературі розкриваються різні методики комплексної оцінки інвестиційної привабливості підприємств. В основному вони направлені на формування узагальнених показників, які охоплюють всі сторони фінансово-господарської діяльності підприємств. Щоб отримати узагальнення оцінок здійснюють порівняння сукупності показників підприємства з деяким еталоном — рейтингом. Рейтингом можуть виступати: найкращі показники еталоного підприємства, що сформовані з показників роботи суб'єктів однієї або різних галузей; нормативні значення окремих показників фінансового становища підприємства; результати минулої діяльності підприємства або найкращі (середні) показники галузі, регіону, країни.

Серед вітчизняних методик фінансового аналізу об'єктів інвестування треба відзначити наступні:

1) оцінку інвестиційної привабливості окремих компаній і фірм, запропоновану проф. І. О. Бланком;

2) методику оцінки ефективності та привабливості інвестиційних проектів, розроблену колективом науковців Київського дер-

жавного технічного університету будівництва і архітектури (КДГУБА);

3) показники оцінки інвестиційної привабливості, рекомендовані рішенням Координаційної Ради з інвестиційної діяльності Промінвестбанку України № 7 від 4.03.1999 р.;

4) методика інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій, затверджену наказом Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій (АПЗ-БПО) № 22 від 23.02.1998 р.

Проаналізувавши перелічені методики, нами було виявлено, що показники, розглянуті в цих методиках, однакові, визначення цих показників також однакове. Специфікою є лише перелік показників, які характеризують ті чи інші підприємства або організації.

Більшість з наведених методик оцінки привабливості суб'єктів господарювання побудовані на визначенні та аналізі показників фінансово-господарської діяльності за окремими напрямками: оборотності активів, прибутковості, фінансової стійкості, ліквідності об'єктів інвестування та інших. До кожного із перерахованих напрямів підбирається кілька показників, що суттєво впливають і найбільш повно відображають ту чи іншу ділянку діяльності підприємства.

На нашу думку, на сьогодні актуального значення набувають питання ринкової оцінки акціонерного капіталу, так як зараз є недостатньо вивченими і нерегульованими більшість питань, що стосуються обігу цінних паперів. Не завжди можна одержати об'єктивну інформацію про ринкову, курсову ціну акцій. Але разом з тим, без дослідження показників ринкової активності не обійтися на фондовому ринку. Найбільш повне розкриття інформації про структуру і динаміку руху капіталу сприятиме активізації ринку цінних паперів.

Щоб практично використати будь-яку з цих методик для оцінки інвестиційної привабливості підприємства, роботу треба проводити в кілька етапів:

- підібрати необхідну вхідну інформацію по кожному із досліджуваних суб'єктів;
- провести групування та аналітичну обробку інформації;
- здійснити класифікацію (ранжування) досліджуваних суб'єктів за певними рейтинговими системами.

На першій стадії здійснюють підбір необхідної вхідної інформації для проведення аналізу. Як правило, це повинні бути показники офіційної фінансової і статистичної звітності, яка є доступ-

ною для будь-якого споживача і оприлюднюється через пресу чи інші засоби. Це дає можливість залучити якомога більше об'єктів для проведення досліджень.

На другому етапі здійснюється групування вхідної інформації та робиться розрахунок значень аналітичних показників. Комплексна рейтингова оцінка повинна враховувати усі найважливіші параметри і показники діяльності підприємства. Тому до складу аналітичних слід відносити найбільш важливі показники, що характеризують його виробничий і фінансовий потенціал, прибутковість і ділову активність, фінансову стійкість та ліквідність.

Таким чином, для вирішення проблем оцінки інвестиційної привабливості підприємств із залученням іноземного капіталу доцільно здійснювати аналіз їх діяльності за такими напрямками:

1. Аналіз майнового стану об'єкта інвестування.
2. Аналіз оборотності капіталу.
3. Аналіз прибутковості об'єкта інвестування.
4. Аналіз фінансової стійкості.
5. Аналіз ліквідності активів.
6. Аналіз ринкової активності об'єкта інвестування.

При проведенні поглибленого аналізу об'єктів інвестування методологія оцінки ефективності інвестицій повинна базуватись на показниках, що багато років застосовуються у всьому світі, а також враховувати специфіку українського фондового ринку.

Найбільш складною і відповідальною є організація роботи на останньому етапі інтегральної оцінки. На цьому етапі необхідно вибрати оптимальну рейтингову систему, яка б дозволяла звести усі різнопланові критерії до одного знаменника.

Найпростішим методом такого ранжування є побудова рейтингового ряду з присвоєнням кожному з досліджуваних підприємств зайнятого місця за окремими показниками чи напрямками. Сумування місць дозволяє встановити остаточне місце кожного підприємства у системі рейтингу з метою вибору кращих варіантів інвестування.

Отже, виділено групи методик аналізу інвестиційної привабливості проектів, визначено за якими напрямками доцільно здійснювати аналіз фінансового стану потенційних суб'єктів інвестування.



## **Література**

1. Про інвестиційну діяльність. Закон України від 18.03.1991 р. // Цінні папери в Україні. — К.: УФБ, 1993. — С. 292—303.
2. Закон України «Про внесення змін в Закон України «Про оподаткування прибутку підприємств», від 24.12.2002 р. № 349- IV зі змінами і доповненнями.
3. Про режим іноземного інвестування. Закон України від 19.03.19996 р. // Відомості Верховної ради. — 1996.— № 19. — С. 12—25.
4. *Майорова Т. В.* Інвестиційна діяльність: Навч. посібник. — К.: Центр навчальної літератури, 2004. — 376 с.

Стаття надійшла до редакції 05.12.2006