

ДНІПРОПЕТРОВСЬКИЙ УНІВЕРСИТЕТ ЕКОНОМІКИ ТА ПРАВА

ГЛУХА ГАННА ЯКІВНА

УДК 330.322:334.722.8

**ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЛІТИКА АКЦІОНЕРНИХ
ПІДПРИЄМСТВ В УКРАЇНІ**

Спеціальність 08.01.01 – Економічна теорія

**Автореферат
дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук**

Дніпропетровськ – 2005

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана в Дніпропетровському університеті економіки та права.

Науковий керівник: доктор економічних наук, професор
ПЕТРУНЯ Юрій Євгенович,
Дніпропетровський університет економіки та права,
перший проректор

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор
ЯКОВЕНКО Лариса Іванівна,
Полтавський державний педагогічний університет
ім. В.Г. Короленка,
завідувач кафедри політекономії

кандидат економічних наук, доцент
ТКАЧ Анатолій Арсентійович,
Гуманітарний університет “Запорізький інститут
державного та муніципального управління”,
професор кафедри економічної теорії

Провідна установа: Дніпропетровський державний аграрний
університет, кафедра економічної теорії та
економіки сільського господарства,
Міністерство аграрної політики України,
м. Дніпропетровськ

Захист відбудеться “30” вересня 2005 р. о 12.00 годині на засіданні спеціалізованої вченої ради К 08.120.01 у Дніпропетровському університеті економіки та права за адресою: 49000, м. Дніпропетровськ, вул. Набережна Леніна, 18.

З дисертацією можна ознайомитися у бібліотеці Дніпропетровського університету економіки та права за адресою: 49000, м. Дніпропетровськ, вул. Набережна Леніна, 18.

Автореферат розісланий “18” вересня 2005 р.

Учений секретар
спеціалізованої вченої ради

В.М. Шаповал

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми. Однією з найголовніших проблем в умовах трансформаційної економіки України є відновлення сталого інвестиційного розвитку. Її вирішення тісно пов'язано з розвитком інвестиційної діяльності підприємств різних форм власності, серед яких акціонерні підприємства займають провідне місце. На жаль, темпи нарощування інвестиційного потенціалу українськими акціонерними підприємствами на нинішньому етапі є досить незначними. За цих умов існує необхідність поглиблення теоретичних та практичних розробок проблем інвестиційної діяльності, як однієї з найважливіших структурних компонентів ринкових відносин. Інвестиції – це фактор зростання економіки, а інвестиційна політика підприємств займає центральне місце в комплексі заходів, які забезпечують це зростання.

Проблеми, пов'язані з інвестиціями та інвестиційною діяльністю, знаходять своє відображення у працях представників усіх економічних течій: Є. Бем-Баверка, П. Буагільбера, О. Домара, Дж.М. Кейнса, Ф. Кене, Ж. Кольбера, Д. Коммонса, Р. Коуза, Т. Мальтуса, К. Маркса, А. Маршалла, Д. Мілля, В. Мітчелла, В. Петті, А. Пігу, Д. Рікардо, Ж.Б. Сея, С. Сімонді, А. Сміта, Ж. Тюрго, І. Фішера, М. Фрідмена, Р. Харрода, Й. Шумпетера.

Всебічний міждисциплінарний підхід до аналізу економічних проблем у своїх роботах застосували представники інституційного напрямку економічної теорії: А. Алчіан, Дж. Бьюкенен, Т. Веблен, Дж.К. Гелбрейт, Г. Демсец, К. Ероу, Р. Коуз, Д. Норт, Ф. Перру, О. Уильямсон, Р. Хейлбронер. У коло їх економічних досліджень потрапили питання, пов'язані з конфліктом економічних інтересів, економічна влада в різних її аспектах, влада на мікрорівні та в економічній системі в цілому, інституційне середовище, в якому діють економічні суб'єкти, зв'язок між різними інституційними факторами.

В останні роки розробкою питань, пов'язаних з інституційним підходом до аналізу інвестиційної діяльності, в науковій літературі приділяється багато уваги. Окремі проблеми, пов'язані з інвестиційною політикою підприємства корпоративного типу, обговорюються в багатьох наукових публікаціях. Вагомий внесок в економічну теорію з питань інвестиційної діяльності та інвестиційної політики зробили такі українські й іноземні учені – І. Беліков, І. Бланк, О. Галушко, В. Геєць, А. Гойко, Ю. Гришан, Т. Майорова, О. Мартенс, Б. Обрисько, В. Опришко, В. Осецький, А. Пересада, Ю. Петруня, А. Радигін, С. Реверчук, П. Рогожин, С. Румянцев, В. Савчук, І. Сазонець, Н. Сирош, Б. Стеценко, Є. Торкановський, В. Федоренко, М. Чумаченко, В. Шеїн, Л. Яковенко.

Незважаючи на численні наукові розробки, деякі аспекти теорії інвестиційної політики підприємства, на наш погляд, ще недостатньо досліджені. Необхідно детальніше проаналізувати поняття “інвестиційної політики підприємства” та виділити особливості її формування на акціонерному підприємстві. Необхідний подальший всебічний аналіз впливу на інвестиційну політику різних суб'єктів на основі узагальнення мотивів їх

поведінки з метою розробки механізму корпоративного впливу на інвестиційну політику підприємства та аналіз впливу факторів інституційного середовища на інвестиційну політику акціонерного підприємства. Актуальність питань, пов'язаних з формуванням ефективної інвестиційної політики акціонерних підприємств визначили тему дисертації та структуру дослідження.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Проведені дослідження виконувалися в межах науково-дослідної роботи Дніпропетровського університету економіки та права за темами “Науково-методичне забезпечення соціально-економічних процесів виробничо-господарської діяльності промислових підприємств України в умовах ринкових відносин” (державний реєстраційний номер 0100U000949) та “Особливості функціонування підприємств та організацій різних форм власності в умовах ринкової трансформації економіки” (державний реєстраційний номер 0104U008831). Особистий внесок здобувача полягає у систематизації основних елементів інвестиційної політики акціонерного підприємства, визначенні характеру впливу структури та концентрації статутного капіталу на прийняття рішень економічними суб'єктами щодо інвестиційної політики, побудові механізму впливу на інвестиційну політику акціонерного товариства прямих та непрямих факторів, розробці моделей інвестиційної політики акціонерного підприємства.

Мета і завдання дослідження. Мета дисертаційної роботи полягає в тому, щоб на основі глибокого аналізу теоретико-економічних питань, пов'язаних із розглядом інституційних складових інвестиційної діяльності, обґрунтувати механізм інвестиційної політики акціонерного підприємства, представити типові моделі інвестиційної поведінки акціонерних підприємств в Україні.

Відповідно до поставленої мети, в дисертації вирішуються такі завдання:

- уточнення терміну “інвестиційна політика акціонерного підприємства” та її складових;
- з'ясування механізму формування інвестиційної політики акціонерного підприємства;
- виявлення впливу різних економічних суб'єктів на інвестиційну політику акціонерного підприємства;
- виявлення залежності між силою владних повноважень суб'єктів інвестиційної політики та концентрацією статутного капіталу акціонерного підприємства;
- визначення основних форм інвестиційної діяльності акціонерного підприємства та мотивів їх реалізації;
- розробка типових моделей інвестиційної політики акціонерного підприємства;
- обґрунтування пропозицій щодо удосконалення механізму прийняття рішень в інвестиційній політиці акціонерного підприємства.

Об'єктом дослідження є інвестиційна політика, яка формується як

наслідок суперпозиції інтересів певних економічних суб'єктів.

Предметом дослідження виступають економічна поведінка суб'єктів інвестиційної політики акціонерного підприємства, структура інвестиційного середовища, фактори впливу на інвестиційну політику.

Методи дослідження. Методологія дослідження ґрунтується на загальнонаукових методах пізнання. Зокрема, складові інвестиційної політики визначені за допомогою аналізу і синтезу; порівняльний аналіз широко застосовується для дослідження впливу факторів інвестиційного середовища на поведінку окремих економічних суб'єктів; абстрагування і узагальнення є відправною точкою для побудови моделі корпоративного впливу на інвестиційну політику; саму модель побудовано за допомогою графічного методу; математична інтерпретація економічних процесів та міждисциплінарний науковий підхід знайшли відображення в моделях інвестиційної політики акціонерного підприємства.

Інформаційну базу дослідження складають законодавчі та інші державні нормативні акти, статистичні матеріали, первинні дані підприємств, монографічні і періодичні публікації вітчизняних і зарубіжних авторів.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у комплексному політико-економічному обґрунтуванні чинників, які формують інвестиційну політику акціонерного підприємства, механізмів та форм її реалізації як способів досягнення цілей, що визначаються інтересами різних економічних суб'єктів. При цьому:

– вперше обґрунтовано застосування для аналізу структури розподілу акцій між акціонерами показника концентрації статутного капіталу, що дозволило виділити акціонерні товариства з розпиленими та концентрованими пакетами акцій та з'ясувати вплив цього показника на інвестиційну політику підприємств;

– вперше, на основі розроблених моделей інвестиційної політики акціонерного підприємства (“Вічний боржник”, “Хижак”, “Господар”, “Гравець”), складено матрицю тактичних рішень, яка описує поведінку акціонерного підприємства у формуванні інвестиційної політики.

– удосконалено визначення інвестиційної політики акціонерного товариства як діяльності груп суб'єктів, пов'язаної з визначенням сукупності підходів та рішень щодо формування інвестиційної стратегії підприємства, пріоритетів у виборі джерел інвестування, напрямків та об'єктів інвестування з орієнтацією на певні категорії інвесторів;

– уточнено місце інвестиційної політики у структурно-логічній схемі інвестиційного процесу та на основі розробленого механізму інвестиційної політики, виявлено екзогенні та ендогенні чинники інвестиційної політики;

– за критеріями розподілу статутного капіталу між різними типами власників та показниками концентрації пакетів акцій виділено шість типів корпоративних моделей, що дало змогу оцінити ступінь впливу інтересів різних груп суб'єктів на інвестиційну політику акціонерного товариства;

– удосконалено поняття механізму прийняття рішень в інвестиційній політиці, як процесу трансформації інвестиційної ідеї в інвестиційний проект

шляхом переходу крізь суб'єктивний та об'єктивний фільтр. Суб'єктивний фільтр утворюється полем векторів цілей суб'єктів інвестиційної політики, об'єктивний фільтр – сукупністю зовнішнього та внутрішнього інвестиційного середовища;

– виділено дві групи факторів впливу на інвестиційну політику: прямі фактори (фактори корпоративного впливу), до яких відносяться вплив акціонерів та менеджерів, непрямі фактори (фактори інвестиційного середовища), а саме: зовнішні фактори (ринкові механізми, державне регулювання та національні принципи корпоративного управління) та внутрішній фактор (структура статутного капіталу);

– дістало подальшого розвитку визначення залежності сили владних повноважень акціонерів та менеджерів акціонерного товариства від рівня концентрації статутного капіталу;

– дістало подальшого розвитку обґрунтування переваг та недоліків джерел інвестиційних ресурсів для акціонерного товариства на підставі їх оцінки з позицій можливостей реалізації економічних інтересів різних груп суб'єктів, що дозволило виділити найбільш привабливі джерела інвестиційних ресурсів для підприємств з різними моделями корпоративного управління.

Теоретичне та практичне значення одержаних результатів.

Теоретична значимість дослідження полягає у побудові механізму формування інвестиційної політики, а також в обґрунтуванні можливостей його застосування у підприємницькій діяльності акціонерних товариств в Україні. У ході дисертаційної роботи побудовано механізм прийняття рішень щодо інвестиційної політики на акціонерному підприємстві та розроблена матриця тактичних рішень у межах типових моделей інвестиційної політики на мікрорівні, які можуть бути використані для підвищення ефективності управління інвестиційною діяльністю підприємства.

Розробка моделі впливу на інвестиційну політику корпоративних факторів та факторів інвестиційного середовища дозволить на основі аналізу цих факторів прогнозувати на регіональному та загальнонаціональному рівнях перспективи розвитку інвестиційної діяльності та тенденції змін основних показників. Аналіз інтересів та повноважень суб'єктів інвестиційної політики є важливим елементом становлення основних принципів корпоративного управління в акціонерних товариствах України. Окремі результати щодо можливих конфліктів інтересів між учасниками корпоративних відносин та можливих зловживань з боку окремих груп суб'єктів можуть бути використані в нормотворчій діяльності органів державного управління, а також у процесі удосконалення управління в акціонерних товариствах в Україні.

Результати дисертації використані при удосконаленні механізму управління корпоративними правами держави в регіональному відділенні Фонду державного майна України по Дніпропетровській області (довідка від 3.11.2003 р.). Крім того, окремі рекомендації використовуються в практичній діяльності корпорації “Смарт-груп” (довідка №023/03/01 від 17.03.2005 р.) та ВАТ МГЗК (довідка №034/05 від 28.03.2005 р.).

Теоретичні положення дисертації використані при підготовці робочих навчальних програм, матеріалів лекційних та практичних занять з дисциплін: “Основи економічної теорії”, “Мікроекономіка”, “Корпоративне управління”, “Інвестування” у Дніпропетровському університеті економіки та права (довідка № 378/1 від 26.05.2004 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійно написаною науковою працею, у якій викладено авторський підхід до основних проблем формування інвестиційної політики акціонерних підприємств в умовах розвитку ринкових відносин в економіці України.

У роботах, опублікованих у співавторстві, особисто автором виконано: [3] – проаналізовано інтереси суб’єктів інвестиційної політики залежно від типу корпоративної моделі акціонерного підприємства; [7] – запропоновано складові механізму корпоративного впливу на інвестиційну політику акціонерного підприємства.

Апробація результатів дисертації. Основні теоретичні положення, що містяться у дисертаційній роботі, доповідалися та обговорювалися на міжнародних та вітчизняних науково-практичних конференціях та семінарах тощо, а саме: Всеукраїнській науково-практичній конференції “Економічні проблеми розвитку регіонів та підприємств на початку XXI століття” (м. Полтава, 2001 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції “Підвищення ролі фінансових відносин у комплексному соціально-економічному розвитку регіону” (м. Дніпропетровськ, 2001 р.); VI Міжвузівській науково-практичній конференції “Проблеми ефективного регіонального та корпоративного управління в умовах невизначеності та динамічності зовнішнього середовища” (м. Дніпропетровськ, 2001 р.); Міжнародній науково-практичній конференції “Проблеми та перспективи розвитку підприємств перехідної економіки України” (м. Київ, 2002 р.); семінарі Міжнародної Фінансової Корпорації “Принципи корпоративного управління в економіках, що розвиваються” (м. Дніпропетровськ, 2002 р.); Міжнародній науково-практичній конференції “Європейський вибір України: проблеми теорії та практики” (м. Дніпропетровськ, 2003 р.); Міжнародній науково-практичній конференції “Соціально-економічні проблеми сталого розвитку українського суспільства” (м. Мелітополь, 2004 р.); Міжвузівській науково-практичній конференції “Проблеми побудови і функціонування операційних систем в умовах невизначеності та динамічності зовнішнього середовища” (м. Дніпропетровськ, 2005 р.); V Міжнародній науково-практичній конференції “Перспективи розвитку індустріального виробництва в умовах глобалізації” (м. Київ, 2005 р.).

Публікації. Результати дослідження викладені автором у 10 публікаціях (дві у співавторстві), які відображають основний зміст дисертації, загальним обсягом 3,42 умов.-друк. арк., у тому числі 6 статей у наукових журналах та збірниках наукових праць фахових видань, затверджених ВАК України, 4 публікацій у збірниках наукових праць та збірниках матеріалів науково-практичних конференцій. Загальний обсяг частки дисертанта в опублікованих працях становить 3,05 умов.-друк. аркушів.

Обсяг і структура роботи. Дисертація складається зі вступу, двох розділів, висновків, списку використаних джерел, додатків. Структура дисертації відбиває логіку дослідження та особливості характеру розробки наукової проблеми. Основний зміст дисертації викладено на 192 сторінках. Дисертація містить 12 аналітичних таблиць, 20 рисунків та 10 додатків. Список використаних джерел включає 163 найменування.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ РОБОТИ

У першому розділі **“Особливості корпоративних підприємницьких структур як суб’єктів інвестиційної політики”** розглянуто теоретичні погляди на проблему інвестиційної політики підприємства та здійснено постановку завдань дослідження. З метою їх вирішення визначено коло суб’єктів інвестиційної політики акціонерного підприємства та основні фактори впливу на інвестиційну політику.

Інвестиційна політика підприємства формується як суперпозиція інтересів та повноважень основних груп суб’єктів інвестиційної політики, яких можна віднести до однієї з чотирьох груп: інсайдер-неакціонер, інсайдер-акціонер, аутсайдер-акціонер, аутсайдер-неакціонер. Таким чином, функцією інвестиційної політики можна вважати узгодження позицій різних груп суб’єктів щодо формування та використання інвестиційних ресурсів шляхом переговорного процесу між найбільш впливовими групами суб’єктів.

Отже, інвестиційна політика акціонерного підприємства – це діяльність груп суб’єктів, пов’язана з визначенням сукупності підходів та рішень щодо формування інвестиційної стратегії підприємства, пріоритетів у виборі джерел інвестування, напрямків та об’єктів інвестування з орієнтацією на певні категорії інвесторів.

Як відомо, перевага векторів інтересів тієї чи іншої групи суб’єктів створює умови для обмеження інтересів інших груп. Створення внутрішніх і зовнішніх механізмів впливу дозволяє зменшити зловживання повноваженнями тих, хто формує інвестиційну політику. Фактори впливу на інвестиційну політику можна розділити на зовнішні та внутрішні. В якості зовнішніх факторів впливу можна визначити фактори інвестиційного середовища: ринковий вплив, державне регулювання та національні принципи корпоративного управління. Зовнішні ринкові фактори впливу утворюються у результаті впливу товарного, фінансового та фондового ринку, ринку робочої сили.

За умов слабого розвитку ринкових факторів впливу найвпливовішим зовнішнім фактором є державне регулювання, а саме – регламентування державою основних принципів функціонування акціонерних товариств.

Серед внутрішніх непрямих факторів доцільно виділити фактор структури статутного капіталу – рівня його концентрації та розподілу. Для характеристики концентрації статутного капіталу (за ознакою розподілу акцій) уведемо інтегральний показник η , який дорівнює:

$$\eta = \frac{100}{\sqrt{\sum_i \kappa_i^2}}, \quad (1)$$

де η – коефіцієнт концентрації статутного капіталу;
 κ_i – частка i -го власника у статутному фонді;
 i – порядковий номер власника пакету акцій.

Значення коефіцієнта концентрації зменшується при збільшенні концентрації статутного капіталу, тобто для розпорошеного статутного капіталу він є більшим, ніж для концентрованого.

Мінімальне значення показника **1**. Це відповідає ситуації, коли власником є один акціонер (частка у статутному фонді – 100%). При значенні показника концентрації $\eta \rightarrow \infty$ ми маємо справу з підприємством з розпиленою структурою статутного капіталу.

За досить низької ефективності в Україні непрямих факторів впливу на інвестиційну політику акціонерного підприємства особливого значення набувають прямі фактори впливу. До таких можна віднести: вплив акціонерів, вплив менеджерів.

Кожний з прямих факторів діє з певною силою на політику підприємства. Розподіл сили впливу всіх факторів є еквівалентним розподілу корпоративної влади на підприємстві. Якщо вважати корпоративну владу за 1, то сума сили владних повноважень акціонерів та менеджерів теж дорівнює 1. На наш погляд, розподіл корпоративної влади буде залежати від концентрації власності, тобто від розподілу статутного капіталу акціонерного товариства між акціонерами.

Силу впливу кожного прямого фактору на інвестиційну політику (силу владних повноважень) будемо позначати через F_i . Можна запропонувати наступну формулу для визначення сили впливу менеджерів на прийняття рішення щодо інвестиційної політики:

$$F_m = 1 - \frac{1}{\eta} \quad . \quad (2)$$

Таким чином,

$$F_a = 1 - F_m = \frac{1}{\eta} \quad (3)$$

Узагальнення моделі розподілу сили владних повноважень представлена на рис. 1. З ростом показника концентрації відносна сила впливу акціонерів зменшується, а сила впливу менеджерів збільшується.

Варіант розподілу часток статутного капіталу, який відповідає значенням концентрації $1 < \eta < 2$, характеризується значним впливом акціонерів. Треба зауважити, що під цю категорію підприємств підпадають як

акціонерні товариства, в яких контрольний пакет належить одному інвестору, так і акціонерні товариства, в яких є декілька крупних інвесторів.

У другому випадку сила впливу акціонерів згідно моделі буде більшою. Пояснити такий феномен можна тим, що наявність декількох стратегічних інвесторів створює конкурентне середовище, в якому народжується більш досконалий контроль. Такі підприємства стають привабливими для інвесторів.

Ситуація, коли ступінь концентрації статутного капіталу в акціонерному товаристві має значення $2 < \eta < 3$, на наш погляд, є найбільш привабливою для менеджменту підприємства, який прагне до підвищення показників роботи підприємства. По-перше, крупні акціонери можуть мати спільні з менеджером інтереси щодо інвестиційної політики, тому їх спільні дії можуть підвищити ефективність інвестиційної діяльності. По-друге, менеджмент відіграє важливу роль у контролюванні всіх процесів на підприємстві. Для акціонерів це теж привабливий інтервал, тому що на підприємстві є достатньо сильний керівник, який своїми діями може сприяти зростанню ринкової вартості підприємства.

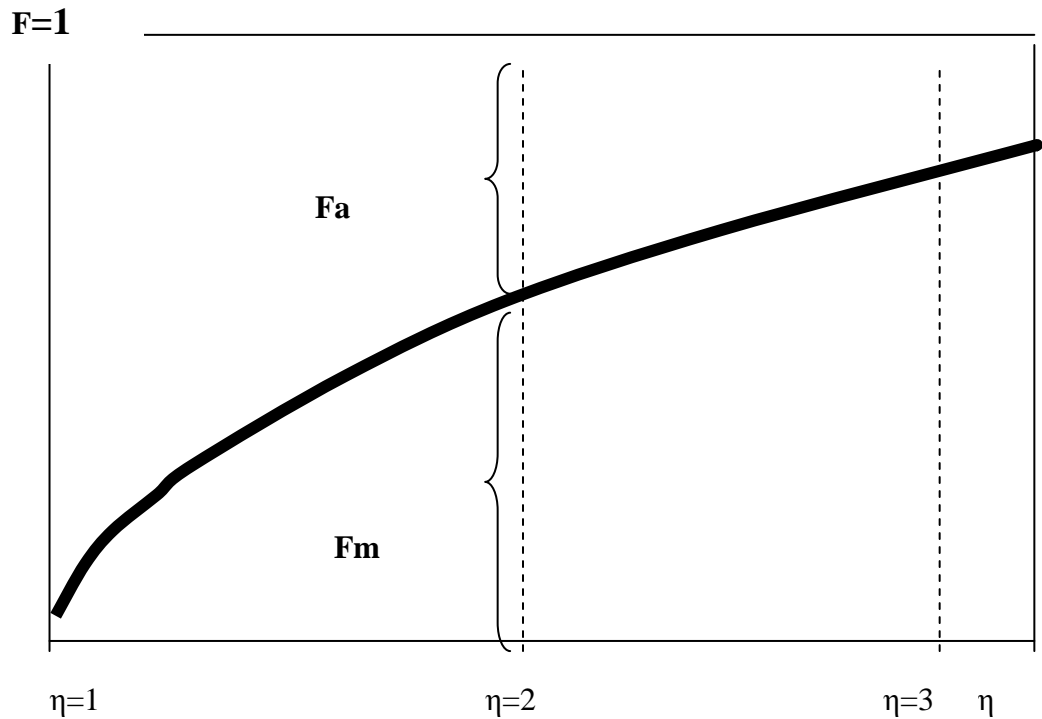


Рис. 1. Розподіл корпоративної влади залежно від концентрації статутного капіталу акціонерного підприємства

Для акціонерних товариств з рівнем концентрації $3 < \eta < +\infty$ характерним є переважна сила впливу менеджменту. Дрібні інвестори практично не впливають на інвестиційну політику.

У другому розділі “Ендогенні фактори інвестиційної політики та їх трансформація в умовах інституційного середовища” досліджено основні складові інвестиційної політики, їх взаємозалежність та прояви у різних моделях інвестиційної політики акціонерного підприємства.

На основі співвідношення розподілу повноважень між менеджерами та акціонерами, а також рівня концентрації статутного капіталу та його розподілу розглянуті можливі варіанти розподілу контролю над підприємством: контрольним пакетом акцій володіють інсайдери або аутсайдери. За ознакою розподілу капіталу між різними власниками визначено шість типів корпоративних моделей: аутсайдерського типу (Модель А 1. Підприємство контролюється зовнішнім крупним акціонером ($1 < \eta < 2$); Модель А 2. Контрольним пакетом акцій володіють зовнішні акціонери ($2 < \eta < 3$); Модель А 3. Більшість акцій належить аутсайдерам, але ніхто не володіє пакетом акцій більше 10% ($\eta > 3$); інсайдерського типу (Модель І 1. Менеджери практично повністю контролюють підприємство ($1 < \eta < 2,5$); Модель І 2. Акції розподілені серед менеджерів та працівників ($2,5 < \eta < 3$); Модель І 3. Акції розпилені серед працівників ($\eta > 3$)).

Можна сказати, що інвестиційна політика, з одного боку, це результат дії факторів впливу (екзогенних змінних) – ринкових механізмів, державного регулювання та принципів корпоративного управління, структури статутного капіталу, менеджменту, акціонерів, а, з другого боку, характеризується

набором елементів інвестиційної політики (ендогенних змінних). Саме елементи та їх співвідношення ідентифікують інвестиційну політику.

Такими можна вважати: визначення мети інвестування, формування інвестиційної стратегії, вибір оптимальної структури джерел інвестиційних ресурсів, пошук форм інвестування, формування механізму управління інвестиційним процесом, визначення ефективності інвестиційної діяльності.

Розглянемо модель прийняття рішення щодо здійснення інвестиційних вкладень на акціонерному підприємстві. Процес прийняття такого рішення охоплює всі стадії: від моменту виникнення ідеї й до її затвердження керівництвом підприємства.

Отже, інвестиційні ідеї, що виникають у різних суб'єктів, проходять своєрідний відбір при проходженні суб'єктивного та об'єктивного фільтрів (рис. 2). Оскільки рішення про інвестування приймається групою суб'єктів, то зрозуміло, що у кожного з них будуть свої мотиви поведінки та уявлення про цілі діяльності. На рис. 2 сукупність суб'єктів подана у вигляді прямокутника, який розбитий на домени. Спрямованість суб'єкта до певної мети показана вектором. Напрямок вектору визначається метою, а довжина вектору силою владних повноважень, або силою впливу відповідного суб'єкта на інвестиційну політику. Результат проходження ідеї через цей фільтр буде залежати від суми векторів цілей усіх суб'єктів.

Якщо ідея відповідає вказаній меті, то вона розглядається на предмет альтернативних шляхів її реалізації. Тобто ми переходимо до наступного етапу – відсівання через об'єктивний фільтр. Об'єктивний фільтр складається з двох елементів: зовнішнього інвестиційного середовища та внутрішнього інвестиційного середовища.

Розрахунок відповідності умов внутрішнього інвестиційного середовища рівню, необхідного для здійснення інвестиційної діяльності, – це аналіз основних фінансових показників підприємства та економічної доцільності інвестицій. Як результат, обирається найбільш ефективний варіант. Це й є кінцевий продукт процесу прийняття інвестиційного рішення.

Після прийняття рішення щодо можливості інвестування на підприємстві розробляється інвестиційна стратегія, обираються джерела інвестиційних ресурсів та форми інвестиційної діяльності.

У роботі детально проаналізовано вибір акціонерними підприємствами джерел інвестиційних ресурсів. Припускається комбінування власних, залучених та запозичених інвестиційних ресурсів. Із залучених джерел найпривабливішим джерелом інвестиційних ресурсів для акціонерного товариства може бути емісія акцій.

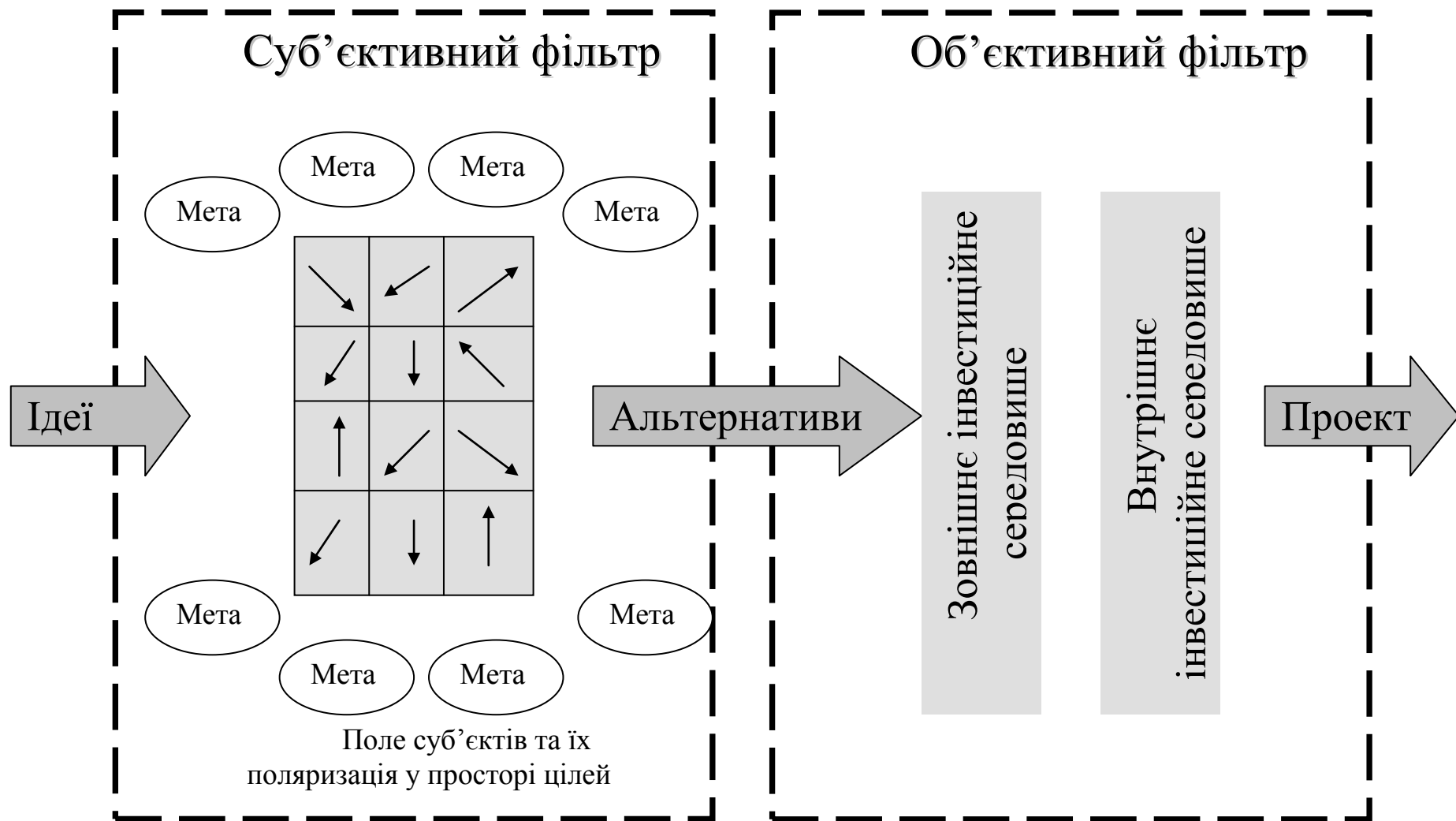


Рис. 2. Механізм прийняття рішення в інвестиційній політиці акціонерного підприємства

Наскільки процес додаткової емісії буде носити інвестиційний характер, залежить від інтересів суб'єктів інвестиційної політики. Вони будуть визначати способи розміщення додатково випущених акцій акціонерного товариства. З погляду залучення інвестицій, кращим є продаж акцій на ринку шляхом конкурсних торгів. Проте, це може бути не вигідно певним акціонерам, тому що збільшення статутного фонду за рахунок продажу акцій стороннім покупцям відповідно зменшує частку інших власників акцій.

Якщо акції розміщуються шляхом розподілу серед акціонерів, то може відбутися певний перерозподіл часток серед наявних власників. Збільшення статутного фонду за допомогою підписки, здійснюється досить часто в розрахунку на конкретного інвестора, з яким заздалегідь обумовлюються розміри емісії, частка у статутному фонді, яка належатиме інвестору, та інші умови.

Найбільш привабливими для акціонерного товариства формами інвестиційної діяльності можна назвати: реструктуризацію, викуп контрольного пакету акцій іншого підприємства, створення спільного підприємства, технічне переобладнання (оновлення) підприємства, зміну товарної політики. Реструктуризацію розглядається як процес всебічної системної трансформації діяльності підприємства в умовах пристосування до динамічного зовнішнього середовища, який може забезпечувати ефективне використання ресурсів та досягнення економічного зростання. Існує дві групи мотивів її здійснення. Перша – прагнення акціонерного товариства до виживання в умовах жорсткої конкуренції, за допомогою перерозподілу активів, з метою їх більш ефективного використання. Друга – не менш вагома – задоволення приватних інтересів значних акціонерів або менеджерів.

Реструктуризація акціонерного підприємства може здійснюватися у формі: злиття, приєднання (поглинання), роздрібнення, вилучення активів, перетворення.

Викуп контрольного пакету акцій іншого підприємства недоцільно розглядати як форму реструктуризації. Більш правильним буде відносити його до угод з переходу корпоративного контролю.

Механізм управління інвестиційною діяльністю становить систему основних складових, що регулюють процес розробки та реалізації інвестиційних рішень підприємства.

Інструменти, які використовуються для управління процесом інвестування, можна поділити на адаптивні та регламентовані. Адаптивні інструменти спрацьовують у ситуації, коли функціональні обов'язки чітко визначені та заздалегідь відомо, проблеми якого рівня ким вирішуються. У цьому випадку є можливість переходу завдань згідно ланцюга повноважень. Регламентовані інструменти виникають при такій організації, в якій менеджери мають пакет готових рішень для будь-якої проблеми, що може виникнути (таке можливо лише у випадках, в яких непередбачені події виникають рідко, а можливі зміни якісно однорідні).

Однією з основних цілей інвестиційної політики акціонерного підприємства є підтримання або підвищення ефективності функціонування

підприємства. При цьому, оцінка ефективності – це дуже складний та багатофакторний процес. Причиною є неоднозначність вимог щодо ефективності з боку різних груп суб'єктів інвестиційної політики та зацікавлених сторін. Тому, критерії ефективності інвестиційної політики підприємства умовно можна поділити на два типи: об'єктивні та суб'єктивні. Для оцінки фінансової ефективності за допомогою об'єктивних критеріїв застосовуються наступні показники: вартість активів фірми, ліквідність активів, чистий прибуток, рентабельність, прибутковість акцій, фінансова стійкість та інші.

До суб'єктивних критеріїв ефективності доцільно віднести: стабільність, ефективність роботи органів управління та контролю корпорації, ефективність використання ресурсів, імідж, рейтинг підприємства у галузі.

На основі зв'язку між основними напрямками інвестиційної політики та залежності від їх трансформації під впливом інтересів економічних суб'єктів, які формують інвестиційну політику, пропонується описувати інвестиційну поведінку підприємств на основі створених моделей інвестиційної політики, які можна розділити на 4 основних типи: “Вічний боржник”, “Господар”, “Травець”, “Хижак”. Сполучення розглянутих моделей поведінки та напрямків інвестиційної політики дозволяє скласти матрицю тактичних інвестиційних рішень.

Політика “Вічного боржника” характеризується наступними рисами: рішення, як правило, приймаються менеджментом, виходячи з коридору свободи використання запозичених коштів; перевага надається маневруванню запозиченими коштами, оскільки власні є предметом застави або засобом забезпечення ліквідності активів; критерієм привабливості інвестицій є швидкість повернення коштів; рішення про інвестування виникає спонтанно; особиста ініціатива менеджерів набуває найбільшої сили; акціонери дещо відсторонені, оскільки маневрування ліквідністю та кредитною репутацією досить складний та динамічний процес, який не дає часу на інформування, дебати та інші процедури, характерні для корпоративного управління; присутня зацікавленість у підтримці стабільної дохідності, тому що стабільність фінансових показників підвищує кредитний рейтинг.

Для “Господаря” властиві такі риси: прагнення гармонізувати технологічну структуру характерне переважно для одного суб'єкта, (менеджера або акціонера з великими власними повноваженнями); в інвестиційних ресурсах переважає частка запозичених коштів (облігацій, кредитів та інших), але використовуються й власні кошти для реінвестування; критерієм привабливості інвестицій є організаційно-технологічна сумісність із вже розробленими проектами; характерна персональна відповідальність вищого керівництва та зацікавленість у відтворенні інвестицій у натуральній матеріальній формі та у контролі.

“Хижак” значно відрізняється від інших груп такими специфічними ознаками: рішення про інвестування визначається наявністю таких об'єктів, реальна цінність яких перевищує фінансову оцінку; рішення щодо

інвестування приймається, як правило, менеджером-акціонером; використовуються будь-які джерела інвестування, тому що здебільшого термін повернення інвестиційних коштів короткий, а гарантії досить високі; критерієм привабливості інвестицій є ліквідність; рішення про інвестування виникає на основі аналізу опублікованої інформації про санацію, збитковість підприємства; відносна стандартність цілей інвестування призводить до уніфікації управлінських рішень.

Представникам “Гравців” властиві наступні риси: прийняття рішення про інвестування виходячи з наявності тимчасово вільних грошових коштів; порівняно висока частка власних коштів в інвестиційних ресурсах; критерієм привабливості інвестицій є прибуток на одиницю вкладених коштів; рішення про інвестування спирається на публікації та ринковий рейтинг цінних паперів; процедура інвестування регламентована та стандартизована; можуть докладатися зусилля до маніпуляції очікуваннями суб’єктів фондового ринку; відтворення та інвестиції розглядаються як збереження і збільшення вартісної оцінки наявних коштів та майна; найбільш струнка система контролю у зв’язку з відносно малим розмаїттям активів.

ВИСНОВКИ

1. У дисертації наведене теоретичне узагальнення і нове вирішення наукового завдання щодо створення загальних економічних моделей інвестиційної політики акціонерного товариства та моделі, яка описує залежність сили владних повноважень суб’єктів інвестиційної політики від концентрації статутного капіталу в умовах економіки України.

2. Визначено поняття “інвестиційна політика акціонерного підприємства” як діяльність груп суб’єктів, пов’язана з визначенням сукупності підходів та рішень щодо формування інвестиційної стратегії підприємства, пріоритетів у виборі джерел інвестування, напрямків та об’єктів інвестування з орієнтацією на певні категорії інвесторів.

3. Систематизовано класифікацію суб’єктів інвестиційної політики залежно від того, до якої групи вони належать: інсайдер-неакціонер, інсайдер-акціонер, аутсайдер-акціонер, аутсайдер-неакціонер. Результат інвестиційної політики буде залежати від співвідношення векторів інтересів суб’єктів, з одного боку, та їх владних повноважень, з іншого.

4. На основі співвідношення розподілу повноважень між менеджерами та акціонерами, а також рівня концентрації статутного капіталу і його розподілу розглянуті можливі варіанти розподілу контролю над підприємством: контрольним пакетом акцій володіють інсайдери або аутсайдери. За ознакою розподілу капіталу між різними власниками визначені шість типів корпоративних моделей.

5. Виявлено, що перевага інтересів тієї чи іншої групи суб’єктів створює умови для обмеження інтересів інших груп. Сукупність дії прямих (фактори корпоративного впливу) та непрямих (фактори інвестиційного середовища) чинників впливу на інвестиційну політику дозволяє зменшити

зловживання повноваженнями суб'єктів, які формують інвестиційну політику.

6. Запропоновано для характеристики розподілу статутного капіталу між акціонерами застосовувати коефіцієнт концентрації статутного капіталу. На основі аналізу особливих значень коефіцієнту концентрації можна зробити наступні висновки: якщо $1 < \eta < 2$, статутний капітал будемо оцінювати як висококонцентрований; при варіюванні значення показника в інтервалі $2 < \eta < 3$ статутний капітал вважатимемо як помірковано концентрований; при $3 < \eta < +\infty$ статутного капітал – неконцентрований.

7. Розглянуто вплив владних повноважень суб'єктів інвестиційної політики залежно від концентрації статутного капіталу в акціонерному товаристві. Виявлено, що зі збільшенням концентрації акціонерного капіталу сила владних повноважень акціонерів зменшується, а сила владних повноважень менеджерів збільшується.

8. Узагальнено основні елементи інвестиційної політики. Такими можна вважати: визначення мети інвестування, формування інвестиційної стратегії, вибір оптимальної структури джерел інвестиційних ресурсів, пошук форм інвестування, формування механізму управління інвестиційним процесом; визначення ефективності інвестиційної діяльності.

9. На основі зв'язку між основними напрямками інвестиційної політики та залежності від їх трансформації під впливом інтересів економічних суб'єктів пропонується описувати інвестиційну поведінку акціонерних підприємств на основі створених моделей інвестиційної політики: “Вічний боржник”, “Господар”, “Травець”, “Хижак”;

10. Обґрунтовано механізм прийняття рішень щодо інвестиційної політики акціонерного підприємства та розроблена матриця тактичних рішень у рамках типових моделей інвестиційної політики на мікрорівні, які можуть бути використані для підвищення ефективності управління інвестиційною діяльністю підприємства.

11. Проаналізовано інтереси та повноваження суб'єктів інвестиційної політики що важливо з точки зору становлення ефективних основ корпоративного управління та їх запровадження на акціонерних підприємствах в Україні.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

1. Глухая А.Я. Особенности инвестиционной политики акционерного общества // Академічний огляд. – 2000. – №1. – С.68–72.

2. Глухая А.Я. Фондовые инструменты привлечения инвестиций и возможности их использования в Украине // Академічний огляд. – 2000. – №2. – С.24–29.

3. Петруня Ю.Є., Глуха Г.Я. Корпоративна структура та її вплив на діяльність підприємства // Регіональні перспективи. – 2001. – №5–6(18–19). – С.205–207.

4. Глухая А.Я. Реструктуризация акционерного капитала: ее влияние на финансы предприятия и его инвестиционную привлекательность //

Економіка: проблеми теорії та практики. Збірник наукових праць. Випуск 121. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2002. – С.36–40.

5. Глуха Г.Я. Вплив інституційних чинників на інвестиційну політику акціонерного підприємства // Академічний огляд. – 2004. – №2. – С.61–64.

6. Глуха Г. Основні елементи і моделі інвестиційної політики акціонерного підприємства // Вісник Академії митної служби України. – 2004. – №3. – С.76–80.

7. Петруня Ю.Є., Глуха Г.Я. Механізм контролю за інвестиційною політикою акціонерного товариства // Теоретичні та прикладні питання економіки. Збірник наукових праць. Випуск 1. – Київ: ТОВ “Кадри”, 2002. – С.223–230.

Глуха Г.Я. Корпоративне управління в Україні: тенденції розвитку та основні проблеми // Матеріали VI Міжвузівської науково-практичної конференції “Проблеми ефективного регіонального та корпоративного управління в умовах невизначеності та динамічності зовнішнього середовища”. – Дніпропетровськ: Наука і освіта, 2001. – С.18–21.

9. Глуха Г.Я. Інвестиційна діяльність в контексті економічної глобалізації // Європейський вибір України: проблеми теорії та практики реалізації / Міжнародна науково-практична конференція / Тези доповідей. – Дніпропетровськ. Вид-во ДУЕП, 2003. – С.18–20.

10. Глуха Г.Я. Додаткова емісія акцій як джерело інвестиційних ресурсів акціонерного підприємства // Тезиси докладов межвузовской научно-практической конференции “Проблемы построения и функционирования операционных систем в условиях неопределенности и динамичности внешней среды”. – Днепропетровск. Изд-во ДУЭП, 2005. – С.60–62.

АНОТАЦІЯ

Глуха Г.Я. Інвестиційна політика акціонерних підприємств в Україні. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.01.01 – Економічна теорія. – Дніпропетровський університет економіки та права, Дніпропетровськ, 2005.

Дисертаційна робота присвячена аналізу проблеми формування інвестиційної політики акціонерних підприємств в Україні. Визначено, що інвестиційна політика – це складова інвестиційної діяльності, яка утворюється при суперпозиції інтересів певних економічних суб’єктів та визначається як діяльність груп суб’єктів щодо визначення сукупності підходів та прийняття інвестиційних рішень.

Розглянуто класифікацію суб’єктів інвестиційної політики залежно від причетності до однієї з чотирьох груп (інсайдер-неакціонер, інсайдер-акціонер, аутсайдер-акціонер, аутсайдер-неакціонер) та проаналізовано мотиви, цілі та можливості цих груп суб’єктів при формуванні інвестиційної політики.

Виділено екзогенні та ендегенні фактори інвестиційної політики. Інвестиційна політика, з одного боку, це результат дії екзогенних змінних, а, з іншого характеризується набором елементів інвестиційної політики (ендегенних змінних).

Побудовано модель розподілу корпоративної влади залежно від концентрації статутного капіталу акціонерного підприємства.

Розглянуто механізм прийняття рішення в інвестиційній політиці акціонерного підприємства та інструменти управління процесом інвестування.

Виділено чотири типові моделі інвестиційної політики (“Вічний боржник”, “Хижак”, “Господар”, “Гравець”) та побудовано матрицю тактичних рішень, яка описує поведінку акціонерного підприємства у формуванні інвестиційної політики.

Ключові слова: акціонерні товариства, інвестиції, інвестиційна політика, інсайтери, аутсайтери, інвестиційне середовище.

АННОТАЦИЯ

Глухая А.Я. Инвестиционная политика акционерных предприятий в Украине. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.01.01 – Экономическая теория. – Днепропетровский университет экономики и права, Днепропетровск, 2005.

Диссертационная работа посвящена анализу проблемы формирования инвестиционной политики акционерных предприятий в Украине. Определено, что инвестиционная политика – это составляющая инвестиционной деятельности, которая формируется при суперпозиции интересов определенных экономических субъектов и является деятельностью групп субъектов относительно определения совокупности подходов к принятию инвестиционных решений.

Рассмотрена классификация субъектов инвестиционной политики в зависимости от причастности их к одной из четырех групп (инсайдер-неакционер, инсайдер-акционер, аутсайдер-акционер, аутсайдер-неакционер) и проанализированы мотивы, цели и возможности этих групп субъектов при формировании инвестиционной политики.

Разработан механизм формирования инвестиционной политики акционерного предприятия. Выделены экзогенные и эндогенные факторы инвестиционной политики. К прямым экзогенным факторам можно отнести влияние акционеров и влияние менеджеров, к косвенным факторам влияния относятся внешние факторы (рыночные механизмы, государственное регулирование и национальные принципы корпоративного управления) и внутренний фактор (структура уставного капитала). Эндогенные факторы – это составляющие инвестиционной политики: определение целей инвестирования, формирование инвестиционной стратегии, выбор источников инвестиционных ресурсов, поиск форм инвестирования,

формирование механизма управления, определение эффективности инвестиционной политики.

Построена модель распределения корпоративной власти в зависимости от концентрации уставного капитала акционерного предприятия.

Рассмотрен механизм принятия решений в инвестиционной политике акционерного предприятия и инструменты управления процессом инвестирования.

Выделено четыре типовые модели инвестиционной политики (“Вечный должник”, “Хищник”, “Хозяин”, “Игрок”) и построена матрица тактических решений, которая описывает поведение акционерного предприятия при формировании инвестиционной политики.

Ключевые слова: акционерное общество, инвестиционная политика, инсайдеры и аутсайдеры, инвестиционная среда.

ANNOTATION

Glukha N.Y. – Joint-Stock Company Investment Policy in Ukraine. - Manuscript.

The dissertation submitted for economic science candidate degree in speciality 08.01.01 – Economic theory. – Dnepropetrovsk University of Economics & Law, Dnepropetrovsk, 2005.

The dissertation work deals with the analysis of the investment policy forming problem at a Joint-Stock Company in Ukraine. It is determined, that investment policy performs the component of investment activity, which is formed under the preferential position of definite economic subjects and is determined as activity of subject groups concerning the whole approach and the investment decisions taking.

The classification of investment policy subjects depending on belong to share-holders and not share-holder groups, to outsiders and insiders is considered, as far as the motives, purposes and possibilities of these subject groups in investment policy forming.

The mechanism of JSC investment policy forming is elaborated. The exogenous and endogenous factors of investment policy are pointed out. To direct exogenous factors, stock-holders and managers influence is attributed, to indirect factors of influence, the outer factors (market mechanisms, state control and national principles of corporate management), and inner factor (regulation capital structure) are concerned. Endogenous factors are the constituent parts of investment policy: determination of investment purpose, investment strategy forming, choice of investment resources, search of investment forms, managing mechanism forming, determination of investment policy effectiveness.

The model of corporate power distribution depending on JSC regulation capital is constructed.

The mechanism of decision making in JSC investment policy and the instruments of investment process control are examined.

Four typical models of investment policy are singled out (“Everlasting debtor”, “Predator”, “Master”, “Player”) and the mould of tactical decisions, which describes the JSC behavior while investment policy forming.

The key words: JSC, investment policy, insiders and outsiders, investment environment.

Підписано до друку 16.08.05 р.

Умов.-друк. арк. 1,25. Формат 60х90 1/16.Папір офсетний.

Наклад 130 прим. Замовлення 08/04.

Віддруковано ПП “Моноліт”

49000, м. Дніпропетровськ, вул. Горького, 20.

Свідоцтво ДК №273 від 08.12.2000 р.