

**НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ НАУК УКРАЇНИ
ІНСТИТУТ ЕКОНОМІКИ ПРОМИСЛОВОСТІ**

На правах рукопису

ГОЛУБЕЦЬ Ігор Анатолійович

**АКЦІОНУВАННЯ ПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ
(постприватизаційна діяльність і оцінка
інвестиційної привабливості)**

**Спеціальність 08.06.01 - Економіка підприємств і
форми господарювання**

АВТОРЕФЕРАТ
дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Донецьк 1997



Дисертацією є рукопис
Робота виконана в Інституті економіки промисловості
НАН України

Науковий керівник доктор економічних наук,
професор, академік НАН
України, Заслужений діяч науки
і техніки України
Чумаченко Микола Григорович

Офіційні опоненти доктор економічних наук,
професор
Аптекарь Савелій Семенович

кандидат економічних наук
Богачов Сергій Валентинович

Провідна організація Донецька Державна академія
управління
Міністерства освіти України

Захист дисертації відбудеться "19" травня 1997 р. о
14 годині на засіданні спеціалізованої вченої ради К 06.08.02 в
Інституті економіки промисловості НАН України за адресою:
340048, Донецьк-48, вул. Університетська, 77

З дисертацією можна ознайомитися в бібліотеці
Інституту економіки промисловості НАН України.

Автореферат розісланий " 18 " квітня 1997 р.

Вчений секретар
спеціалізованої вченої ради

Кузьменко Л.М.

AB 37.442

1. ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

1.1. Актуальність дослідження

Кінцева мета економічних реформ в Україні полягає у побудові соціально спрямованої економіки, заснованої на переважно ринкових відносинах. Уряд країни, принаймні, до 1995 року стояв на позиціях монетаризму. Це, а також істотні об'єктивні причини (імпорт енергоносіїв, втрата ринків збуту, відсутність сировини) привели Україну до жорстокої кризи. Наполовину знизилось промислове виробництво, припинився інвестиційний процес, значно знизився рівень життя народу.

За 1996 рік спад промислового виробництва дещо уповільнився, проте становив 5,1 процента, капітальні вкладення скоротились на 20%.

Одним з найважливіших економічних процесів у країні є роздержавлення і приватизація державної власності. Цим шляхом передбачається, у першу чергу, дати економічним об'єктам ефективних власників, які забезпечать різке піднесення ефективності господарювання. Проте у силу ряду об'єктивних і суб'єктивних причин ця головна мета приватизації державного майна ще не досягнута, незважаючи на істотні кількісні результати. Так, у 1996 році питома вага промислових підприємств державної власності становила за їх кількістю 29,8%, а за обсягом виробництва 41,7%. Проте вплив цих кількісних показників на економіку виявився непомітним і причин тому багато.

Приватизація проводилася, в основному "ваучерним" способом з істотними пільгами трудових колективів.

"Ваучерна" приватизація, як данина принципу соціальної справедливості, не приводить до надходження грошей ні у бюджет держави, ні у фонди підприємств.

За даними Міністерства статистики України акціонерні товариства становили у 1996 році 75,9% у обсязі промислової продукції недержавного сектора. Проте, не менше половини

акціонерних товариств є товариствами закритого типу. Отже вони не відрізняються від державних підприємств. Акції цих підприємств не надходять у відкритий продаж, не формують фондовий ринок, не створюють умови для вільного просування капіталів, як інструменту прогресу. За станом на 1 вересня 1996 року сертифікати отримали понад 40 мільйонів громадян України. Більшість отриманих сертифікатів уже використано через систему сертифікатних аукціонів або фінансових посередників. З цього випливає, що перший, об'єктивно необхідний у наших умовах, етап приватизації завершується.

Слід сказати, що така найважливіша проблема як трансформація власності привернула увагу багатьох видатних вчених економістів як в Україні, так і за кордоном. Проте, деякі сторони цієї проблеми і, в першу чергу, ті, що стосуються процесів акціонування підприємств, функціонування фондового ринку, діяльності підприємств на ринку цінних паперів залишалися мало дослідженими.

1.2. Мета і завдання дослідження.

Фактичний стан справ у процесах приватизації, акціонування і становлення фондового ринку визначили актуальність і напрямки даного дослідження.

Метою даного дослідження став розвиток теоретичних положень, розробка методів і практичних рекомендацій, спрямованих на забезпечення ефективної діяльності промислових підприємств на ринку цінних паперів. Для досягнення поставленої мети вирішені такі основні завдання:

проведено аналіз і визначені шляхи подальшого розвитку приватизації державного майна в Україні;

досліджено сучасний стан фондового ринку України і обґрунтовано рекомендації по його поліпшенню;

розроблено методику оцінки інвестиційної привабливості підприємства, яка враховує як його внутрішній стан, так і положення на фондовому ринку;

розроблено математичну модель інвестиційної привабливості підприємства, що включає логічні операції вибору;

обгрунтовано механізм діяльності промислового підприємства на ринку цінних паперів і розроблені рекомендації промисловим підприємствам по виробленню й реалізації власної стратегії на ринку цінних паперів.

обгрунтовано структуру, способи створення і ведення бази даних про комерційні процеси.

1.3. Предмет і об'єкт дослідження.

Предметом дослідження є теоретичні питання і реальні процеси вторинного ринку акцій.

Як об'єкти дослідження стали промислові підприємства, фондові біржі, інвестиційні компанії і фонди.

1.4. Методологія і методи дослідження.

Методологічну основу дослідження склали теоретичні положення класиків економічної науки, праці провідних вітчизняних і зарубіжних вчених з проблем приватизації та акціонування підприємств, фондового ринку і діяльності на ньому суб'єктів господарювання, законодавчі акти Верховної Ради України, декрети і постанови Кабінету Міністрів України, Укази Президента України.

Як джерело інформації використовувалась економічна і юридична література вітчизняних і зарубіжних авторів, статистична інформація, звітність окремих представницьких підприємств, матеріали конференцій і нарад, результати авторських досліджень на підприємствах. Для вирішення конкретних, поставлених у дисертації завдань, застосовані системний підхід, методи статистичного і економічного аналізу, економіко-математичного моделювання.

1.5. Наукова новизна результатів дослідження.

Наукова новизна результатів дослідження полягає у розробці методичних положень механізму активізації функціонування підприємства на фондовому ринку в умовах перехідної економіки України.

Ці положення базуються на таких отриманих автором нових наукових результатах:

установлено, на підставі аналізу фактичних даних, що перший етап приватизації в Україні з об'єктивних причин не міг істотно вплинути і не вплинув на становлення ринкових відносин і підвищення ефективності господарювання. Перший етап "ваучерної" приватизації, що завершується, переходить у другий - грошової приватизації, який створює передумови для становлення розвинутих ринкових відносин;

показано, що сучасний стан фондового ринку в Україні ще не відповідає другому, грошовому етапу приватизації. Розкрито дисбаланс між емітованими і приватизаційними цінними паперами і майном, що підлягає приватизації. Важливим напрямком розвитку ринкових відносин на сучасному етапі є розвиток фондового ринку і науково-методичне озброєння діяльності підприємств на фондовому ринку. Акція підприємства на вільному фондовому ринку є базовою категорією, що визначає, значною мірою економічну кон'юктуру, напрямки і темпи розвитку економіки. Запропанована сегментація фондового ринку по різних ознаках: сферах діяльності і суб'єктах ринку, класифікація об'єктів і суб'єктів фондового ринку;

показано, що нині країна відчуває гостру потребу в інвестиціях, у той же час можна передбачити наявність потенційних інвесторів. У зв'язку з цим виникає важлива методологічна проблема організації сучасних взаємовідносин у ланці інвестор-виробництво;

розкрито поняття інвестиційної привабливості підприємства,

обгрунтована система аналітичних показників, що її характеризують, і методика їх розрахунків;

розроблено методику формального логічного аналізу показників інвестиційної привабливості й обгрунтовані рекомендації менеджера по виробленню і реалізації поведінки підприємства на ринку цінних паперів.

1.6. Практична значущість роботи.

Практична цінність роботи полягає у створенні наукової бази для формування розвинутого фондового ринку, створення реальних умов для вільного пересування капіталу в галузі, що прогресивно розвиваються.

Розроблена методика оцінки інвестиційної привабливості доведена до рівня робочого документу, яким можуть користуватись менеджери-фахівці з інвестицій. Переваги її в тому, що завдяки розробленому математичному забезпеченню, фахівець одержує не лише ряд аналітичних показників, а і логічні висновки з їх машинного аналізу. Вона прийнята до роботи установами - Донецькою торговельно-промисловою палатою, Донецькою фондовою біржею.

Методика аналізу та висновки з аналізу інвестиційної привабливості металургійних підприємств Донецької області використовуються фахівцями-інвесторами та емітентами.

1.7. Апробація і впровадження результатів роботи.

Основні результати дисертаційної роботи доповідалися на конференціях аспірантів та наукових семінарах в Інституті економіки промисловості НАН України, в інвестиційній компанії "Діком", "Донецької фондової біржі".

Результати дослідження передані й використовуються у "Донецькій фондовій біржі", аналітичною групою Прес-агенства "Негоціант" і Донецькою торговельно-промисловою палатою.

Окремі положення роботи знайшли відображення у науковій доповіді Міністерству економіки України "Наукові

основи економіко-організаційного механізму регулювання державного сектору економіки".

За результатами виконаних досліджень у відкритій пресі опубліковано 8 робіт, що відбивають основний зміст дисертації, загальним обсягом 5,3 друкованих аркушів, з яких автору належить 4,3 друкованих аркушів.

1.8. Структура і обсяг роботи.

Дисертація складається із вступу, трьох глав, висновків, викладених на 155 сторінках машинописного тексту, містить 14 рисунків, 12 таблиць, список літератури, що включає 129 найменувань, та 3 додатки.

2. ОСНОВНІ ПОЛОЖЕННЯ ДИСЕРТАЦІЙНОЇ РОБОТИ

2.1. Сучасний етап приватизації в Україні як передумова масового акціонування.

Головна мета приватизації державного майна - підвищити ефективність його використання шляхом наділення кожного економічного об'єкту ефективним власником. Проте на цьому шляху виникли серйозні перешкоди (рис.1). Одна з істотних - характер суспільної власності, яка існувала, що обумовило "ваучерну" приватизацію.

У процесі приватизації проявилась недосконалість законодавчої бази. Виявилося можливим занижувати оцінку об'єктів, що приватизуються, і викупати їх підставними особами, використовуючи бюджетні грошти.

Особливо таке спостерігалось при викупі майна колективами орендарів. Оцінка цього майна була, як правило, формальною, заниженою. З цієї причини Верховна Рада України періодично призупиняла процес приватизації, вносила поправки у діючі правові акти.



Рис.1. Мета і умови приватизації державного майна

У процесі приватизації завдання підвищення ефективності виробництва поступово відступало на другий план - органи, відповідальні за цей процес, звертали головну увагу на кількість приватизованих об'єктів.

За станом на початок 1997 року процес приватизації не приніс відчутних результатів у підвищенні ефективності виробництва, у формуванні розвинутих ринкових відносин.

У той час процес приватизації кількісно наростав (табл.1). Якщо у 1993 році було приватизовано 3555 об'єктів, то у 1997 році у 2,2 рази більше (7447), а у 1995 році - у 2 рази більше, ніж у 1994 році.

Певним чином змінилася структура об'єктів за способами приватизації. У 1993 році 76,6% об'єктів приватизувалися двома способами - викупом товариством

покупців і викупом державного майна, зданого в оренду з викупом. У 1995 році на частку цих двох способів припало уже тільки 63,8% усіх об'єктів, причому в основному скоротилася частка викупу майна, зданого в оренду, тобто найменш ефективного способу приватизації (на 11 процентних пунктів).

Таблиця 1. Кількість приватизованих об'єктів за способом приватизації

	1993 р.		1994 р.		1995 р.	
	Об'єктів	у % до всього	Об'єктів	у % до всього	Об'єктів	у % до всього
Всього у тому числі шляхом:	3555	100,0	7947	100,0	16401	100,0
викуп товариством покупців	1403	9,5	3157	39,7	6183	37,7
викуп за альтернативним планом приватизації	64	1,8	87	1,1	77	0,5
викуп державного майна, зданого в оренду з викупом	1319	37,1	2886	36,3	4282	26,1
продаж на аукціоні	269	7,6	395	5,0	1407	8,5
продаж за некомерційним конкурсом	141	4,0	173	2,2	536	3,3
продаж за комерційним конкурсом	133	3,7	196	2,5	858	5,2
продаж за конкурсом з відсрочною платежу	7	0,2	—	—	—	—
безплатна передача	—	—	67	0,8	78	0,5
продаж акцій відкритих акціонерних товариств	219	6,2	986	12,4	2980	18,2

Сприятливою слід вважати динаміку такого способу, як продаж акцій відкритих акціонерних товариств. Якщо у 1993 році частка цього способу становила всього 6,2 %, то у 1994 році - удвічі більше (12,4), а у 1995 р. - утричі більше, ніж у 1993 році. Проте велика ще частка малоефективних способів приватизації.

У силу ряду об'єктивних і суб'єктивних причин процес приватизації протікає далеко нерівномірно (рис. 2).

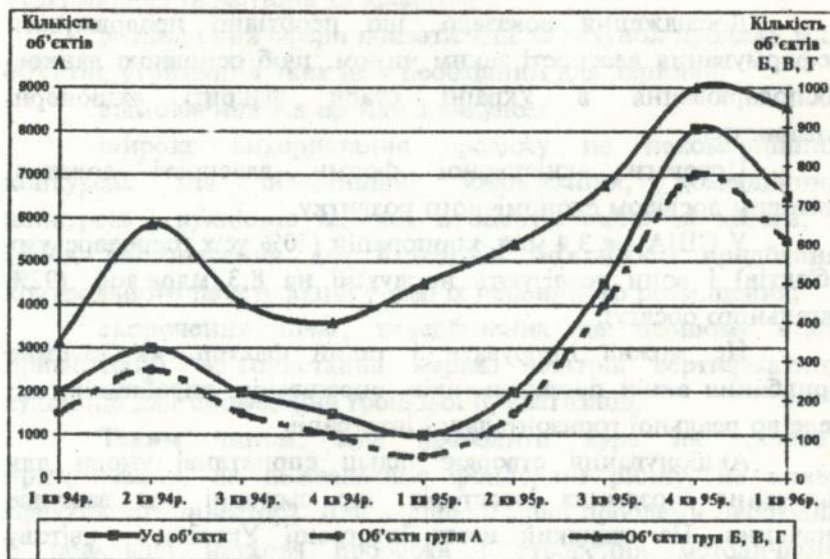


Рис. 2. Динаміка процесу приватизації

З графіка видно два максимуми процесу - у другому кварталі 1994 р. і у четвертому кварталі 1995 р. у період III кв. 1994 р. - II кв. 1995 року, тобто протягом року, спостерігався істотний спад. Можна вважати, що цей час - рік упущених можливостей. Природно, що цей провал не випадковий, це результат роботи по удосконаленню правової бази приватизації, проте рік було втрачено.

Позитивний результат цього - зниження обсягів приватизації способом викупу орендованого майна і збільшення обсягів приватизації шляхом продажу акцій ВАТ.

Таким чином, очевидно, що проміжний етап приватизації підходить до кінця: завершується мала приватизація, на перший план виходять "ринкові" способи приватизації, завдяки чому будуть розвиватися ринок цінних паперів, фондовий ринок.

Дослідження показало, що необхідно продовжувати реформування власності таким чином, щоб основною ланкою господарювання в Україні стали відкриті акціонерні товариства.

Переваги акціонерної форми власності доведені світовим досвідом економічного розвитку.

У США діє 3,4 млн. корпорацій (20% усіх господарських об'єктів) і вони реалізують продукції на 8,3 млрд.дол. (92% загального обсягу).

Не можна ігнорувати і такий фактор, як взаємне придбання акцій постачальників, споживачів, виробників, що веде до реальної горизонтальної інтеграції.

Акціонування створює більш сприятливі умови для залучення іноземних інвесторів, що сьогодні має важливе значення. Це швидкий шлях інтеграції України у світову економіку.

Акціонерна форма власності дійсно реальна і ефективна для великих підприємств галузей з повільним оборотом капіталу, де неможливо швидко досягти високих прибутків. Мова йде про важку промисловість і транспорт.

Акцію слід розглядати як базову категорію ринкової економіки, яка визначає стан і шляхи її подальшого розвитку. З цього випливає необхідність дослідження методів аналізу динаміки положення акцій на ринку, як складової частини сучасного управління підприємством.

2.2. Масове акціонування, як умов подальшого розвитку економічної реформи в Україні.

Для виникнення ефективних приватних власників повинні бути задіяні відповідні правові, організаційні та економічні механізми. Зокрема такі:

завершити продаж 100 процентів акцій акціонерних товариств, створених на першому етапі приватизації, з метою формування умов для з'єднання на ці підприємства недержавних інвестицій та кредитів;

розширення сфери приватизації за рахунок продажу усіх об'єктів, утримання яких не є необхідним для держави;

відмовлення від оренди з викупом;

широке використання продажу на некомерційних конкурсах під інвестиційні зобов'язання, комерційних конкурсів і аукціонів великих процентів акцій за кошти, з метою забезпечення для інвесторів можливості придбання контрольного пакету акцій у ході їх первинного розміщення;

скорочення пільг, передбачених на першому етапі приватизації; використання мережі центрів сертифікатних аукціонів для проведення грошової приватизації.

Таким чином, слід проводити курс на грошову приватизацію, на поживлення фондового ринку, на появу ефективного інвестора. Для вирішення цієї проблеми необхідна її подальша наукова проробка і створення методичного забезпечення для інвесторів - юридичних і фізичних осіб.

Особливість утворення акціонерних компаній в Україні у тому, що вони є спадкоємцями державних підприємств. З цього випливають можливі шляхи трансформації власності. Один шлях полягає у тому, що контрольний пакет залишається у державі, а решта акцій виділяється колективу. Державна частина концентрується у Фонді державного майна, і таким чином створюється акціонерна компанія з переважанням державного капіталу. Другий шлях - у тому, що контрольний пакет залишається у колектива, частка держави невелика і

акції, які залишилися, надходять у вільний продаж. У цьому випадку колектив буде реальним власником, а держава виступає у ролі співвласника.

Перевага акціонерної форми власності полягає не тільки у тому, що вона дозволяє сконцентрувати великі ресурси, необхідні для організації й розвитку виробництва. Є ряд переваг пов'язаних з функціонуванням фондового ринку, який виникає як структура, що обслуговує і інтегрує акціонерний капітал. Певна частина акцій підприємства завжди перебуває на фондово-му ринку. Котирування цих акцій є об'єктивним барометром економічного стану підприємства. Проте головна роль фондового ринку полягає у тому, що він забезпечує вільне переливання капіталів зі стагнуючих галузей у прогресивні, що розвиваються.

Проте для нормального функціонування цього процесу необхідні, принаймні, дві умови: розвинутий фондовий ринок і сучасні методики діяльності підприємства на фондовому ринку (рис. 3). Цим двом об'єктам присвячується подальше дослідження.

2.3. Стан і шляхи розвитку фондового ринку в Україні.

В Україні діє чотири види приватизаційних паперів: приватизаційний майновий сертифікат, житловий чек і земельна бона. Якщо з першими двома більш - менш ситуація визначена, та по двох інших й до цього часу не визначений спосіб їх обороту і погашення.

За даними Ощадбанку України, до кінця 1996 року населенням було отримано понад 42,8 млн. приватсертифікатів, тобто 83 % від обсягу емісії. Середній курс ваучера на "чорному ринку" протягом року упав з 8,5 до 5 доларів. Курсова вартість компенсаційного сертифікату упала з 3,5 грн. на початку року до 2 грн. в кінці, а річний обсяг торгів у Києві за компенсаційними сертифікатами перевищив 800 тис. сертифікатів.

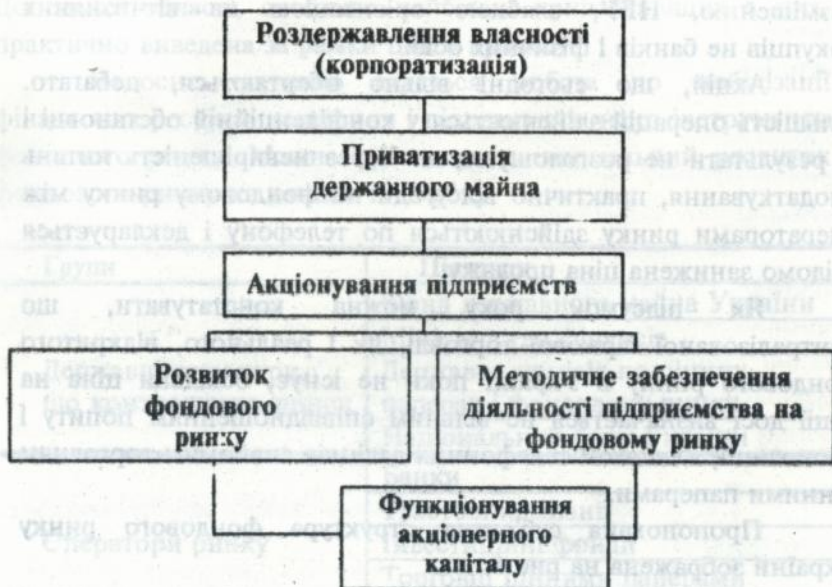


Рис. 3. Схема розвитку акціонерного капіталу

Сектор державних цінних паперів є найбільш розвинутим на фондовому ринку України. Він всебічно підтримується керівництвом країни і привертає до себе увагу гарантованістю високих доходів.

За 1996 рік відбулося відчутне зростання об'ємних показників ринку облігацій внутрішньої державної позики - величина капіталізації зросла більше ніж на порядок і досягла до початку 1997 року 2,4 млрд. грн.

Разом з тим, кількісне зростання ринку явно перевищує якісне - досі остаточно не відрегульовані питання участі у роботі ринку нерезидентів, лише восени була вирішена (причому, не найвдалішим чином) проблема оподаткування операцій на ринку, як і раніше ринок відрізняється інформаційною закритістю, нерозвчунгістю інфраструктури вторинного ринку, неузгодженістю дій емітенту облігацій, Міністерства фінансів України, і генерального агента по їх

розміщенню, НБУ, слабкою орієнтацією на вітчизняних покупців не банків і фізичних осіб.

Акцій, що сьогодні вільно обертаються, небагато. Більшість операцій здійснюється у конфіденційній обстановці і їх результати не розголошуються. Через невирішеність питань оподаткування, практично всі угоди на фондовому ринку між операторами ринку здійснюються по телефону і декларується свідомо занижена ціна продажу.

Як підсумок року можна констатувати, що централізованої біржової торгівлі, як і реального, відкритого фондового ринку в Україні поки не існує, оскільки ціна на акції досі визначається не вільним співвідношенням попиту і пропозиції, а шляхом телефонних дзвінків знайомим торговцям цінними паперами.

Пропонована суб'єктна структура фондового ринку України зображена на рис.4.

Українська біржова торгова система на сьогодні включає в себе інфраструктуру трьох фондових бірж. Найстаріша і реально працююча Українська фондова біржа (УФБ) має 29 філій, 155 зареєстрованих брокерських контор (134 контори - це Фонд державного майна України). Біржа має систему електронних торгів, центральний депозитарій. Практично увесь обсяг біржових торгів до останнього часу проходив через УФБ. У біржі постійні фінансові труднощі, досить суперечлива система лістингу і розбивки на групи котирування. У результаті у лістингу УФБ у відділенні офіційного котирування знаходяться акції всього 4 емітентів, тоді як у неофіційному понад 80.

Розкрито особливості Донецького регіонального фондового ринку, зокрема, обмежена номенклатура пропонованих до продажу цінних паперів.

Такий стан викликано тим, що в умовах низьких темпів приватизації, переважаюча частина державних підприємств

Донецької області, особливо найбільш привабливіших з них, практично виведена за рамки цього процесу.

Недосить активно ведеться робота по мобілізації фінансових ресурсів населення і підприємств через інструменти фондового ринку. Можна прогнозувати нормальний розвиток фондового ринку не раніше 1998 року.

Групи	Підгрупи
Державні структури, що контролюють ринок	Фонд державного майна України
	Міністерство фінансів
	Державна комісія по цінних паперах і фондовому ринку
	Національний банк України
Сператори ринку	Банки
	Трастові компанії
	Інвестиційні фонди
	Торговці цінними паперами
	Реєстратори
	Депозитарії
Торгові системи	Біржова торгова система
	Позабіржова торгова система
	Центри сертифікатних аукціонів
	Фондові майданчики
Інвестори	Корпоративний інвестор
	Приватний інвестор

Рис. 4. Суб'єктна структура фондового ринку України

З метою активізації регіонального фондового ринку рекомендується організувати при обласній державній адміністрації спеціальну комісію за участю інституціональних інвесторів, банків і страхових компаній для подання допомоги підприємствами регіону в підготовці й організації емісій цінних паперів, включно з вторинною емісією, як способом залучення реальних інвестицій у їх розвиток, а також для підготовки

пропозицій по випуску муніципальних і регіональних позик під супровідні програми.

Певну проблему становить організація доступу до оперативної комерційної інформації. Понад 40 фірм спеціалізується на збиранні, опрацюванні й розповсюдженні комерційної інформації.

Незважаючи на наявність багатьох потужних пакетів програм, рекомендовані ними методики не відрізняються комплексністю, у більшості націлені на дослідження якоїсь однієї сторони діяльності підприємства. Окрім того, вони не враховують особливості обліку, прийнятого в Україні, а також погану передбачуваність наших умов.

2.4. Шляхи вирішення проблеми оцінки приваблюваності інвестиційного проекту.

Мета інвестиційної діяльності залежить від відповідних переваг кожного конкретного інвестора.

При високих темпах інфляції, податкових ставках, що змінюються, і недостачі достовірної інформації прийняття правильного рішення вимагає від викладача уміння вірно поцінувати якість цінних паперів, що обертаються на ринку. Оцінка якості цінних паперів передбачає собою сукупне співставлення ряду даних ринку цінних паперів, фінансового стану емітенту і ринкової кон'юнктури.

Одним з перспективних сегментів розвитку фондового ринку є створення систем підтримки прийняття рішення. Спрямованість таких систем може бути досить різноманітною. Комп'ютерні програми для планування і управління фінансовими ресурсами - один з найбільш значимих напрямків у створенні таких систем.

Для оцінки доцільності реалізації інвестиційних проектів у розвинутих країнах використовується, в основному, звіт про рух коштів (cash flow statement), який дозволяє оцінити грошовий потік підприємства. Крім звіту про рух коштів, як

правило, готують ще два звіти, що дозволяє оцінити фінансову ситуацію на підприємстві: баланс компанії (balans sheet) і звіт про прибуток (income statement).

Українське законодавство передбачає два основних види бухгалтерської звітності підприємства, форма і порядок підготовки яких визначається наказами Міністерства фінансів України від 9 серпня 1993 року N 55, від 26 липня 1994 року № 65 (із змінами і доповненнями): баланс підприємства і звіт про фінансові результати і їх використання.

Незважаючи на все багатство розроблених за кордоном пакетів програм і методик, вони не можуть бути абсолютно адекватними для вирішення досліджуваного у даній роботі завдання. По-перше, вони призначені для дослідження окремо взятих конкретних сфер діяльності підприємств. По-друге, вони не пристосовані до наших умов: поганої передбачуваності розвитку ситуацій. По-третє, - вони не враховують особливостей законодавства України і діючої тут системи обліку.

Тому виявилось необхідним вирішити це завдання починаючи з формулювання поняття інвестиційної привабливості проекту. Інвестиційна привабливість варіанту вкладення в акції є якісною характеристикою, отриманою в результаті порівняння альтернативних проектів. Привабливим вважається варіант, який забезпечує отримання більшого прибутку при меншому рівні ризику. Привабливість даного варіанту вкладення капіталу є суб'єктивним рішенням менеджера-інвестора, заснованим на деяких об'єктивних характеристиках.

Таким чином, проблема зводиться до обґрунтування об'єктивних характеристик як бази визначення привабливості, методики розрахунку цих показників і методичних рекомендацій менеджеру в частині вироблення судження про привабливість на основі отриманої аналітичної інформації.

2.5. Методика оцінки інвестиційної привабливості.

Методика розроблялася з врахуванням таких вимог:

засновуватися на системі характеристик, які комплексно характеризують економічний стан підприємства;

забезпечувати можливість оперативної експрес-оцінки, завдяки чому згладжується негативний вплив фактора непередбачуваності навколишнього середовища;

базуватися на існуючій в Україні системі обліку і звітності; враховувати як внутрішній стан підприємства, так і його положення на фондовому ринку.

Додаткові умови для розробленого програмного забезпечення:

мінімальні критичні вимоги до устаткування;

універсальність програми і можливість переносити її з платформи на платформу;

легка настроюваність при змінах у системі обліку і відповідно висока адаптивність;

можливість використання додаткових розрахункових параметрів; можливість стикування із стандартними пакетами - універсальність форматів даних.

У роботі прийняті п'ять груп аналітичних показників, які характеризують ступінь ліквідності активів, управління активами, рентабельність, показники управління боргами і показники ринкової вартості акцій.

Різнобічна оцінка кредиторської заборгованості компанії дозволяє зробити висновок про ступінь ефективності управління компанією власними боргами, що значною мірою обумовлює перспективи її розвитку. Ступінь надійності компанії, що характеризується таким чином, один з основних критеріїв вибору об'єкту інвестування.

Показники ринкової вартості характеризують вплив ринкової кон'юнктури на прибутковість акціонерного капіталу компанії, рівень виплат річних дивідендів. Підсумком аналізу цих показників є оцінка ефективності стратегії управління

акціонерним капіталом. Економічний аналіз даних показників проводиться з допомогою порівняння їх з аналогічними показниками інших компаній у поточному періоді, а також з власними показниками минулого періоду.

Комплекс із 20 аналітичних показників утворюється оперативно без будь-яких утруднень. Тільки після цього настає етап економічного аналізу результатів розрахунків. Рекомендації по виконанню цього творчого етапу займають у дисертаційній роботі велике місце. Вони вироблені у результаті моделювання і аналізу фактичних матеріалів підприємств і містять кілька типових принципів:

- порівняння з нормативними характеристиками;
- порівняння з аналогічними характеристиками інших підприємств;
- порівняння з аналогічними характеристиками за попередні періоди.

Велике значення приділено прийому спільного розгляду показників різних груп, наприклад, ліквідності й управління активами.

У методиці дається економічне трактування різним співвідношенням показників. Наприклад, якщо показники ліквідності говорять про "гру активів", а коефіцієнти управління активами досить високі, напрашується висновок: має місце "гра активів" і хоча значної дебіторської заборгованості немає, баланс стійкий. Це означає необхідність ретельного аналізу балансу для виявлення за рахунок чого відбувається "гра активів".

У методиці обґрунтовані рекомендації по оцінці проектів в умовах невизначеності. При цьому оцінюються можливість ризиків і способи захисту від них, розглядається очікувана динаміка вартості грошей.

На підставі дослідження вищеперелічених параметрів, що характеризують поточний фінансовий стан компанії й

перспективи її розвитку, сформульований загальний висновок про ступінь її інвестиційної привабливості.

Надійним і перспективним об'єктом інвестування вважається компанія із сталим балансом, незначною дебіторською заборгованістю, з нормою чистого прибутку на акціонерний капітал, що постійно підвищується і перевищує середній рівень останніх п'яти років, з темпом зростання, що збільшується, поєднанням гри активів і ситуації зростання з незначною величиною коефіцієнту фінансового ризику.

Щодо співвідношення ціна/прибуток, то цей показник в основному залежить від ринкової кон'юнктури, тому орієнтуватися на нього слід обережно, з врахуванням майбутніх ринкових коливань.

2.6. Інформаційне і математичне забезпечення реалізації методики оцінки інвестиційної привабливості проектів.

Однією з важливих вимог до методу оцінки інвестиційної привабливості проектів є його оперативність. Організація робіт повинна бути чітко розмежована на два етапи, що виконуються різними спеціалістами. Перший етап передбачає, що оператор, який володіє знаннями користувача ПЕОМ, вводить вхідну інформацію, за допомогою програми отримує велику кількість аналітичних показників (20 на кожний об'єкт) і отримує попередні машинні текстові рекомендації по можливому об'єкту інвестування.

На другому етапі менеджер - спеціаліст високої кваліфікації в галузі інвестицій, на підставі аналітичних даних, попередніх рекомендацій, власного досвіду і ерудиції формує висновки з приводу найбільш привабливої альтернативи, ранжирує їх за ступенем привабливості. Алгоритм реалізації методики наведено на рис. 5.

Для зручності створено програму введення і опрацювання даних "Інвестор". Блок введення даних складається з трьох частин (табл. 2).

Перша частина - типова звітна форма бухгалтерського балансу зразка 1994 р. Послідовно вводяться дані по кожній статті балансу на початок і кінець звітного року. Бажано вводити дані за кілька років, тому що деякі показники вираховуються з результатів динамічної поведінки.

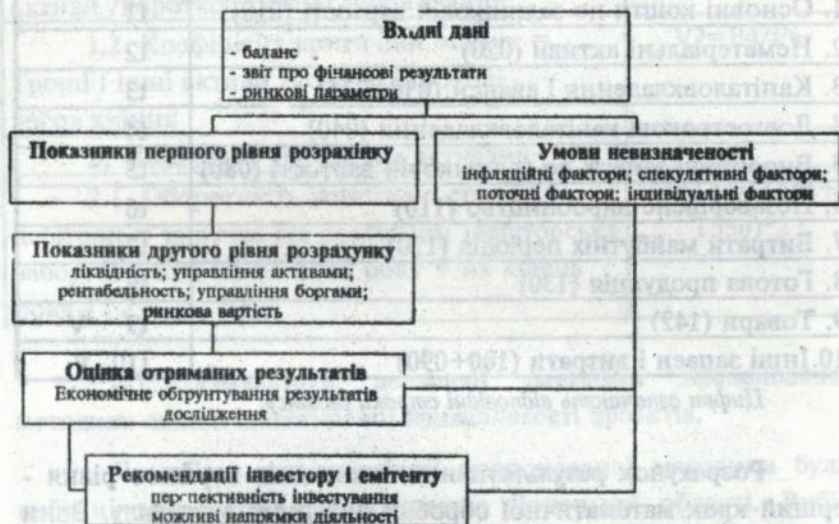


Рис. 5. Алгоритм реалізації методики

Друга - містить показники, що характеризують фінансові результати компанії: виручка від реалізації продукції; затрати на виробництво реалізованої продукції; прибуток від позареалізаційних операцій; балансовий прибуток; платежі у бюджет; страховий фонд.

Третя частина включає додаткові показники, пов'язані з характеристикою обсягу і структури акціонерного капіталу, його поточної ринкової оцінки, а також окремий запит по витратах компанії на виплати процентів по кредитах протягом звітного року (абсолютний сумарний показник). Це акціонерний капітал; кількість простих акцій у акціонерів;

номінальна вартість акцій; ринкова вартість акцій, оголошені дивіденди по акціях дивіденди по привілейованих акціях; витрати на виплату процентів по кредитах.

Таблиця 2. Вхідні дані для оцінки інвестиційної привабливості (фрагмент)

1. Основні кошти по залишковій вартості (010)	t1
2. Нематеріальні активи (020)	t2
3. Капіталовкладення і аванси (030+035)	t3
4. Довгострокові капіталовкладення (040)	t4
5. Виробничі запаси по залишковій вартості (080)	t5
6. Незавершене виробництво (110)	t6
7. Витрати майбутніх періодів (120)	t7
8. Готова продукція (130)	t8
9. Товари (142)	t9 V
10. Інші запаси і витрати (100+090)	t10 V

Цифри означають відповідні строки балансу.

Розрахунок результативних показників першого рівня - перший крок математичної обробки вихідного матеріалу. Вони визначаються за допомогою групування факторних показників по окремих статтях балансу, а потім узагальненням факторних показників.

Виділяються такі результативні показники першого рівня: імібілізовані кошти; запаси і облікові витрати, розрахунки з дебіторами; гроші і інші активи; короткострокові активи; короткострокові зобов'язання; дебіторська заборгованість; сукупні активи; матеріально-технічні запаси; довгострокова кредиторська заборгованість.

Вихідні дані позначені буквою Т, розрахункові показники першого (проміжного) рівня буквою Р і показники другого рівня - вихідні результати, буквою V (табл.3).

Таблиця 3. Результативні показники другого рівня (фрагмент)

1. Показники ліквідності	
1.1. Міра ліквідності = короткострокові активи / короткострокові зобов'язання	$V1 = P5/P6$
1.2. Коефіцієнт критичної оцінки = Гроші і інші активи / короткострокові зобов'язання	$V2 = P4/P6$
2. Показники управління активами	
2.1. Оборотність коштів по статті дебітори = виручка від реалізації/ (дебіторська заборгованість на початок року + на кінець року) : 2	$V3 = T54/(T55a + T55b) * 2$

2.7. Результати дослідної перевірки запропонованої методики оцінки інвестиційної привабливості проектів.

Як об'єкт для апробації запропонованої методики були вибрані металургійні підприємства Донецької області. Вибір було зроблено у зв'язку з масовою приватизацією ланих об'єктів, що наближалася.

У результаті аналізу отримано 20 комплексних показників по кожному з семи підприємств. Ці дані дозволяють отримати середні коефіцієнти для металургійних підприємств Донецької області (табл. 4).

У результаті машинного аналізу отримані такі попередні висновки і рекомендації.

Усі підприємства, що аналізуються, не виконують необхідну норму міри ліквідності 2:1. Не досягається нормальне значення в 1:1 по коефіцієнту критичної оцінки. Подібна ситуація свідчить про ліквідні труднощі у металургійній промисловості в цілому. Це характеризує низьку платоспроможність підприємств. Найкращі значення у металургійного заводу (МЗ) ім. Кірова (1.5), металургійного

комбінату (МК) "Азовсталь" (1.12) і Краматорського МЗ (1.16). Найгірші показники у МК ім. Кірова і МК ім. Ілліча. Цікава ситуація на МК "Азовсталь", де міра ліквідності відносно прийнятна, але коефіцієнт критичної оцінки надзвичайно низький, що свідчить про значні труднощі із вільними грошима. Компанії володіють активами пасивно, баланси нестійкі, є значні розміри дебіторської заборгованості. Найбільш хороші показники у МК ім. Леніна і МК ім. Ілліча. Найгірші - у Єнакіївського МЗ. Для всіх компаній при можливому інвестуванні необхідний більш детальний розгляд балансу по структурі дебіторської заборгованості.

Таблиця 4. Результативні показники (фрагмент)

	МК Леніна	Краматор -ський МЗ	МК ім.Ілліча Маріуполь	Середні значення
1. Показники ліквідності				
1.1. Міра ліквідності	0,480653	1,1662901	0,3450635	0,865704
1.2. Коефіцієнт критичної оцінки	0,2385515	0,3938877	0,1792711	0,332372
2. Показники управління активами				
2.1. Оборотноість коштів по статті дебітори	133,00702	2,9807568	38,610864	38,78845

Аналіз показників рентабельності показав, що більшість підприємств у період, що розглядається, відносно не прибуткові. Спостерігається явне відсутність зростання виробництва. Кращі показники рентабельності у Маріупольських комбінатів ім. Ілліча і "Азовсталь". Гірші - МК ім. Леніна. Низькі значення даних показників свідчать, що при відсутності значних інвестицій найближчим часом металургійні підприємства будуть втрачати позиції на ринках. Практично усі розглянуті підприємства з трудом витримують податковий тягар

і втрачають значну частину прибутку. Необхідний ретельний розгляд структури податкових відрахувань.

Усі підприємства, що розглядаються, мають значні борги. Важливо відзначити, що у цій групі показників відсутній розкид результатів, що показує однаково високу заборгованість.

3. ПЕРЕЛІК ОПУБЛІКОВАНИХ РОБІТ, У ЯКИХ ВІДБРАЖЕНІ ОСНОВНІ ПОЛОЖЕННЯ ДИСЕРТАЦІЇ

3.1. Методика оценки инвестиционной привлекательности // Проблемы управления государственным сектором экономики, Донецк: ИЭП НАН Украины, 1996, 0,5 п.л.

3.2. Промышленное предприятие на фондовом рынке // Государственное регулирование экономики: практика и проблемы Донецк: ИЭП НАН Украины, 1995, с. 113-115. 0,5 п.л.

3.3. Анализ инвестиционной привлекательности металлургических предприятий // Проблемы создания организационно-экономического механизма ресурсобеспечения производства, Донецк: ИЭП НАН Украины, 1996, 0,5 п.л.

3.4. Автоматизированная система для микроЭВМ, Ротапринт Донецкого областного управления статистики, Донецк: 1989, 2,0 п.л.

ABSTRACT

Golubets I.A. Building up industrial joint stock companies (postprivatization activities and estimating the investment attractiveness).

Thesis for the degree of Candidate of Sciences (Economics) on speciality 08.06.01 - Business economics and forms of economic management. Institute of Industrial Economics, NAS of Ukraine, 1997.

Privatization process in the state property is examined, its shortages are discovered, the necessity of money privatization and large-scale creating open joint stock companies are grounded. The state of the assets market is studied, as well as its infrastructure, and the ways to improve its functions are substantiated.

To provide some methodical explanation for the relations in the investor - production chain, an express method is worked out to estimate the investment merits of an enterprise. Mathematical provision makes it possible to divide in time and space the calculation of analytical indicators and their economic analysis.

A list of recommendations is worked out for a manager who has to take investment decisions.

АННОТАЦИЯ

Голубец И. А. Акционирование промышленных предприятий (постприватизационная деятельность и оценка инвестиционной привлекательности).

Диссертация на соискание научной степени кандидата экономических наук по специальности 08.06.01 - Экономика предприятий и формы хозяйствования. Институт экономики промышленности НАН Украины, Донецк, 1997.

Исследован процесс приватизации государственного имущества, выявлены его недостатки, обоснована необходимость денежной приватизации и массового издания открытых акционерных обществ. Изучено состояние фондового рынка, его инфраструктуры и обоснованы пути улучшения его функционирования.

С целью методологического обеспечения отношений в цепи инвестор - производство разработан экспресс-метод оценки инвестиционной привлекательности предприятий. Созданное математическое обеспечение позволяет разделить во

времени и пространстве расчет аналитических показателей и их экономический анализ.

Разработаны рекомендации менеджеру, принимающему инвестиционные решения.

АНОТАЦІЯ

Голубець І.А. Акціонування промислових підприємств (постприватизаційна діяльність і оцінка інвестиційної привабливості)

Дисертація у вигляді рукопису на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.06.01 - Економіка підприємств і форми господарювання. Інститут економіки промисловості НАН України, Донецьк, 1997.

Досліджено процес приватизації державного майна, виявлені його недоліки, обґрунтована необхідність грошової приватизації та масового створення відкритих акціонерних товариств.

Вивчено стан фондового ринку, його інфраструктуру та обґрунтовані шляхи покращання його функціонування.

З метою забезпечення відносин у ланці інвестор - виробництво розроблено експрес-метод оцінки інвестиційної привабливості підприємств.

Створено математичне забезпечення, що дозволяє розділити у часі і просторі обчислювання аналітичних показників та їх економічний аналіз.

Розроблено рекомендації менеджеру, який приймає інвестиційні рішення.

Ключові слова: приватизація, акціонування, акція, фондовий ринок, котировки, інвестиції, інвестиційна привабливість, математичне забезпечення.

Підп. до друку 17.04.97. Формат 60x84/24. Папір друк. № 3.
Обл.-вид. арк. 1,0. Тираж 100 прим. Замовлення № 70.
Інститут економіки промисловості НАН України.
340048, Донецьк, Університетська, 77.
Ротапринт ІЕП НАН України.

436005

AB 37.442