

## ФІНАНСИ ТА ІНВЕСТИЦІЙНО – БУДІВЕЛЬНА ДІЯЛЬНІСТЬ

УДК 658+338.921

### ПРОПОНОВАНА СИСТЕМА ПОКАЗНИКІВ ОЦІНКИ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ДЛЯ АНТИКРИЗОВОГО УПРАВЛІННЯ ОБ'ЄДНАНЬ ПІДПРИЄМСТВ

**Бондарчук М.К., д.е.н.,  
Волошин О.П., к.е.н.**

*Національний університет «Львівська політехніка»*

Антикризове управління об'єднаннями підприємств на ринку цінних паперів потребує розроблення відповідного теоретичного підґрунтя – теорії кризових явищ, їх виникнення, розвитку, діагностики, методичного забезпечення. Перерозподіл грошових коштів шляхом проведення операцій з цінними паперами забезпечується активними учасниками об'єднань підприємств і фондового ринку. Ефективне вкладення грошового капіталу у цінні папери, як одного з джерел фінансування інноваційного розвитку, вимагає розробки системи показників для характеристики використання акціонерного капіталу учасниками об'єднання підприємств, ефективності вкладення коштів інвесторів у цінні папери, а також визначення вартості цінних паперів та інше.

Відтак, в статті розглядаються актуальні питання щодо діяльності об'єднань підприємств на ринку цінних паперів України, розкрито роль учасників об'єднання підприємств (банків, страхових, інвестиційних, трастових компаній) у перерозподілі грошових коштів шляхом проведення операцій з цінними паперами. Удосконалено механізм антикризового управління в об'єднаннях підприємств шляхом використання запропонованої системи показників оцінки цінних паперів інтегрованих структур на фондовому ринку.

**Ключові слова:** антикризове управління, об'єднання підприємств, фондовий ринок, цінні папери, ринок цінних паперів, акції, облігації, система показників

UDC 658+338.921

### PROPOSED INDICATOR SYSTEM OF SECURITIES VALUATION FOR CRISIS MANAGEMENT OF ENTERPRISE ASSOCIATIONS

**Bondarchuk M., Dr.of Econ.Sc.,  
Voloshyn O., PhD in Economics**

*Lviv Polytechnic National University*

Crisis management of enterprise associations in the securities market requires the development of an appropriate theoretical basis - the theory of crisis phenomena, its

emergence, development, diagnostics, methodological support. Money redistribution through securities transactions is provided by active participants of enterprise associations and stock market. Effective investment of money capital in securities as one of an innovative development financing sources requires creation of the indicator system aimed to characterize the equity capital use by enterprise association participants, the efficiency of funds investments in securities by investors, as well as the value of securities determination, etc.

Therefore, the article deals with topical issues concerning activities of enterprise associations in Ukrainian securities market, discloses the role of enterprise association participants (banks, insurance, investment, trust companies) in money redistribution through securities transactions. The mechanism of crisis management in enterprise associations has been improved by using the proposed indicator system for securities valuation of integrated structures in the stock market.

**Keywords:** crisis management, enterprise associations, stock market, securities, securities market, stocks, bonds, indicator system.

**Актуальність проблеми.** Недостатня реалізація нагромадженого у світі досвіду щодо створення й діяльності вітчизняних об'єднань підприємств, недоліки законодавства, невдалі спроби винайти особливий шлях розв'язання проблем інвестування в Україні призвели до недосконалого функціонування і розвитку зазначених угруповань в економіці країни. Об'єднання підприємств (далі - ОП) є економічними суб'єктами, які акумулюють значний капітал для реалізації власної діяльності, а це дозволить забезпечити санаційні заходи щодо неплатоспроможного підприємства необхідними фінансовими ресурсами. У зв'язку з цим, потреба в антикризовому управлінні виникає не тільки при сталому економічному розвитку інтегрованих угруповань, але й при здійсненні структурних зрушень відповідно до світових тенденцій економічного та науково-технологічного процесів. Водночас актуальними питаннями в умовах проведення санації є розроблення системи показників, яка буде використовуватися фінансовими посередниками фондового ринку для характеристики використання акціонерного капіталу учасниками ОП, ефективності вкладення коштів інвесторів у цінні папери, а також визначення вартості цінних паперів та інше.

Впровадження антикризового управління в об'єднанні підприємств потребує розроблення відповідного теоретичного підґрунтя – теорії кризових явищ, їх виникнення, розвитку, діагностики, методичного

забезпечення, а також здійснення практичної роботи на рівні як окремого підприємства, так і об'єднань підприємств.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Проблеми створення, становлення, розвитку та управління об'єднаннями підприємств відображені в спеціальній економічній літературі. Загальні питання управління формуванням, функціонуванням і оздоровленням підприємств різних форм власності та масштабів виробництва досліджувалися в роботах Р. Акоффа, М. Альберта, В. Геєця, Б. Данилишина, М. Ескіндарова, О. Кузьміна, П. Перерви, Р. Пиндайка, О. Пушкаря, Д. Рубінфельда, Е. Уткіна, Дж. Харрінгтона. Галузеві особливості функціонування підприємств розглядалися в дослідженнях О. Амоші, М. Баканова, І. Благуна, Н. Брюховецької, І. Булеєва, О. Галушко, М. Скоромнюка, Б. Мізюка. З позицій фінансового забезпечення та виконання фінансових зобов'язань підприємств і їх об'єднань досліджували проблему О. Вовчак, Ю. Іванов, М. Крупка, С. Юрій, Л. Алексеєнко, В. Корнеєв, Л. Костирко, Л. Кузнецова, А. Череп, О. Терещенко, В. Федосов. Оцінюючи підходи вітчизняних і закордонних науковців [1; 2; 3; 4; 5; 6; 7; 8; 9 тощо], дослідження теоретико-методологічних засад щодо антикризового розвитку фондового ринку в Україні та запобігання кризовим явищам в об'єднаннях підприємств зумовлює постановку таких завдань, як: вивчення механізму перерозподілу грошових коштів в об'єднаннях підприємств шляхом проведення операцій з цінними паперами; розробка системи показників для оцінки і аналізу ринку цінних паперів та діяльності на ньому об'єднань підприємств тощо.

**Метою дослідження** є удосконалення механізму антикризового управління в об'єднаннях підприємств шляхом використання запропонованої системи показників оцінки цінних паперів ОП на фондовому ринку.

**Виклад основного матеріалу.** В Україні розвиток як об'єднань підприємств (ОП), так і фондового ринку знаходиться на початковому етапі. Хоча українська законодавчо-нормативна база щодо функціонування інтеграційних утворень промислового і фінансового капіталу та ринку цінних паперів вже діє багато років. Слід зазначити, що більшість науковців і практиків України для забезпечення ефективного процесу як державного регулювання, так і саморегулювання діяльності

ОП, а також розвитку фондового ринку розробляють методи, способи, інструменти, впровадження яких дозволить стабілізувати економіку країни.

Як відомо, фондовий ринок забезпечує перерозподіл вільних коштів між різними галузями економіки на користь перспективних виробництв [2]. Зазначимо, що інвестор вкладає гроші з метою отримання доходу, який можуть забезпечити тільки рентабельні підприємства, і, насамперед, це великі потужні об'єднання підприємств. При цьому, фінансові інвестиції в окрему (конкретну) галузь супроводжуватимуться розширенням виробництва, збільшенням його прибутковості. Отже, фондовий ринок сприяє формуванню ефективної динамічної економіки.

ОП – це об'єднання нефінансових корпорацій з кредитно-фінансовими установами, всередині яких можна перерозподіляти фінансові ресурси на користь підприємств, які знаходяться на етапі інноваційних перетворень. Тобто в об'єднанні підприємств тимчасово вільні грошові кошти на одному підприємстві-суб'єкті групи – можуть скеровуватись на покриття дефіциту в грошових коштах інших підприємств, оскільки рух їх капіталів і швидкість обігу різні. Це дає економію грошових коштів тому, що не залучається ззовні позичковий капітал. Крім цього, тимчасово вільні грошові кошти підприємств вже в ролі фінансово-кредитного капіталу можуть використовуватися для емісії цінних паперів, валютних операцій, надання кредитів тощо. Також потрібно зазначити, що перерозподіл грошових коштів шляхом проведення операцій з цінними паперами забезпечується такими активними учасниками ОП і фондового ринку, як: інвестиційні компанії, банки, страхові і трастові компанії тощо. Основними їх функціями є: ефективно управління фондовими цінностями, зниження фінансових ризиків під час інвестування, емісія цінних паперів та інші.

У сфері кредитних відносин і банківського кредиту важливою є роль банку як активного учасника господарської діяльності, який кредитує і здійснює вплив на її економічну ефективність. У цьому напрямку взаємовідносини між банком і господарською організацією є відносинами між двома рівноправними господарськими одиницями. Очевидним це відбувається під час кредитування. Основним критерієм отримання кредиту при цьому є досягнення високої ефективності. Кредит надається господарській організації на основі проведеного конкурсу. Крім цього,

кожна господарська організація приймає участь в кредитуванні, виділяючи з цією метою 35% власних коштів [4]. Як наслідок, господарська діяльність стає високоефективною.

Банку надається право участі за рахунок скерування власних коштів в господарську діяльність окремої організації. Банк може мати свою частину коштів при формуванні обігових коштів підприємства. Важливо, що кредит можуть отримати всі підрозділи підприємства, які мають уособлений рахунок і окремий баланс. Також банку надається право ведення ефективної діяльності, тобто контрольна функція банківської установи реалізується через відповідні адміністративні контрольні органи.

Провідну роль у довготерміновому фінансуванні ОП та її учасників відіграють страхові компанії, які акумулюють грошові кошти шляхом продажу страхових полісів (між терміном платежу і терміном страхового внеску страховик нагромаджує грошові кошти, що мають довготермінової характер і одночасно вкладаються у цінні папери, які можуть передаватися в управління трастовим компаніям чи банкам). При цьому страхова компанія отримує право на обслуговування учасників ОП та її працівників, можливість укладання великих страхових контрактів, значну мінімізацію ризиків за рахунок отримання інформації про клієнтів – суб'єктів ОП.

Інвестиційні компанії у складі ОП можуть випускати свої інвестиційні сертифікати та мобілізовані таким чином кошти вкладати у цінні папери інших учасників групи. Ці компанії самостійно приймають рішення щодо структури портфеля цінних паперів, купівлі-продажу цінних паперів та інше. Саме діяльність інвестиційних компаній у промислово-фінансових групах дозволить покращити науково-технічний стан підприємств, дасть можливість вийти ОП на світовий ринок, а також з'явиться реальна конкурентоспроможність.

Трастовим компаніям ОП на ринку цінних паперів довіряється управління грошовими коштами та цінними паперами, які знаходяться у власності різних суб'єктів цього угруповання. Однак учасники ОП, які доручають управляти своїм майном і активами, зберігають за собою статус інвесторів, а трастові компанії допомагають їм здійснювати інвестиційну функцію [5].

Проте як трастові, так і інвестиційні операції можуть виконуватися банками, без яких створення і функціонування ОП не реальне. Діяльність

банків у складі ОП є доволі перспективною для розвитку та забезпечення фінансової стійкості, адже в них концентруються грошові кошти, депозити, цінні папери та інші активи учасників ОП. Так, банки ОП, крім розрахункових, касових, кредитних та інших операцій можуть випускати в обіг векселі для обслуговування взаєморозрахунків між підприємствами-партнерами, а також здійснювати вексельне кредитування. Головною функцією банків ОП як учасників фондового ринку є депозитарна, яка полягає не тільки у співпраці з НБУ з великими пакетами акцій щодо проведення єдиної політики до всіх учасників групи, не тільки у зберіганні цінних паперів, реєстрації прав власності на них, але також і у клірингово-розрахункових операціях.

Необхідно зазначити, що підприємства виробничої сфери в складі ОП мають право при використанні своїх грошових коштів. Вони можуть спільно з іншими організаціями фінансувати заходи, в яких разом зацікавлені, можуть приймати участь у виробничій діяльності інших підприємств, спільно фінансувати соціально-побутову діяльність тощо.

Стосовно фондів грошових коштів, які формуються в окремих господарських суб'єктах ОП, можна зазначити, що:

- господарюючий суб'єкт створює фонди грошових коштів: розширення і технічного удосконалення виробництва, господарського ризиків, валютний, стимулювання технічного прогресу, оплати праці, витрат керівника;

- залежно від галузевої приналежності господарюючий суб'єкт створює спеціалізовані грошові фонди в установленому порядку;

- витрати за фондами грошових коштів обмежуються розміром виділених коштів. Невитрачені суми в кінці року переносяться на наступний рік.

Новим фондом є фонд господарського ризику. Кошти цього фонду створюються залежно від доходів і використовуються для покриття витрат, які пов'язані зі збільшеним виробничо-господарським ризиком. Крім цього, покриваються збільшені витрати відносно фонду оплати праці. Тобто, за своєю суттю фонд ризику є резервним, за допомогою якого проводяться заходи щодо технічного прогресу і досягається висока рентабельність виробництва. Особливу увагу заслуговує фонд витрат керівника, який формується у ОП та її підрозділах за рішенням колективного органу управління.

Отже, участь у складі ОП банків, страхових, трастових, інвестиційних компаній і підприємств виробничої сфери полегшує фінансову взаємодію всередині групи, позаяк у фінансово-кредитних установах акумулюється основне джерело фінансування економіки – грошовий капітал.

При цьому ефективне вкладення грошового капіталу у цінні папери, як одного з джерел фінансування інноваційного розвитку, вимагає розробки системи показників, яка буде використовуватися зазначеними вище фінансовими посередниками фондового ринку для характеристики використання акціонерного капіталу учасниками ОП, ефективності вкладення коштів інвесторів у цінні папери, а також визначення вартості цінних паперів та інше.

Тому для оцінки і аналізу ринку цінних паперів та діяльності на ньому суб'єктів промислово-фінансової інтеграції, на нашу думку, фінансові посередники ОП (банки, страхові, інвестиційні та трастові компанії) у своїй роботі можуть використовувати наступну систему показників.

Так, ринкову вартість всіх акцій ОП визначатиме показник капіталізованої вартості акцій:

$$K.v.a. = \sum_{i=1}^n Q_i \times Cp_i, \quad (1)$$

де  $Q_i$  – кількість емітованих акцій  $i$ -го суб'єкта ОП;  $Cp_i$  – ринкова вартість акцій  $i$ -го суб'єкта ОП (тис. грн.);  $i$  – кількість суб'єктів у складі ОП (1, 2, ...n).

Темп зростання вкладеного акціонерами капіталу показуватиме коефіцієнт прибутковості акціонерного капіталу ОП:

$$B.a.k. = \frac{\Pi - B_{нк}}{K.v.a.}, \quad (2)$$

де  $\Pi$  – сума чистого прибутку ОП, тис. грн.;  $B_{нк}$  – відсотки за користування позичковими коштами, тис. грн.;  $K.v.a.$  – капіталізована вартість акцій ОП, тис. грн.

Для визначення доходності акцій суб'єктів ОП можна виділити такі показники:

1. *Дохід на акцію* – показник, який дозволяє оцінити розмір доходів, що спрямовані на споживання і нагромадження та припадають на одну акцію:

$$Pa = \frac{\Pi - Pr}{Q}, \quad (3)$$

де  $\Pi$  – сума чистого прибутку ОП, тис. грн.;  $Pr$  – відсотки за користування позиковими коштами, тис. грн.;  $Q$  – кількість акцій.

2. *Дивідендна віддача акцій* – показник, який показує розмір доходу, що спрямовується на поточне споживання акціонерів відносно ринкової вартості акції:

$$D.v.a. = \frac{D \times 100\%}{Cr - \frac{D \times N}{365}}, \quad (4)$$

де  $D$  – розмір нарахованого дивіденду, грн.;  $Cr$  – ринкова вартість акції, тис. грн.;  $N$  – кількість днів від виплати.

3. *Коефіцієнт “ціна-дохід”* – характеризує зв’язок між ціною акції і розміром чистого доходу ОП на одну акцію:

$$K_{ц-д} = \frac{Cr}{Pa}, \quad (5)$$

де  $Cr$  – ринкова вартість акції, тис. грн.;  $Pa$  – прибуток на одну акцію, грн.

4. *Коефіцієнт платіжності* свідчить, яка частка прибутку спрямовується на виплату дивідендів:

$$K_{пл.} = \frac{D \times 100\%}{Pa}, \quad (6)$$

де  $D$  – розмір нарахованого дивіденду, грн.;  $Pa$  – прибуток на одну акцію, грн.

Якщо ОП емітовані різні види акцій (на пред’явника, іменні тощо), на які нараховуються різні дивіденди, то розмір дивіденду визначається як середньозважена величина суми кількості акцій та розміру дивіденду за ними по відношенню до величини загальної кількості акцій, що знаходяться в обігу.

5. *Показник повного доходу від капіталу* узагальнює всі доходи й збитки за акціями:

$$D_{кап.}^{повн.} = \frac{D + Цк - Цп}{Цп} \times 100\%, \quad (7)$$



де  $D$  – розмір нарахованого дивіденду, грн.;  $C_k$  – ринкова вартість акції на кінець року, грн.;  $C_n$  – ринкова вартість акції на початок року, грн.

Для оцінки і характеристики облігацій в системі ОП пропонується використовувати такі показники:

1. *Прямий дохід на облігацію* визначає залежність доходу на облігацію від норми процента та її ринкової вартості:

$$D_o = \frac{H_{np} \times O_n}{O_p}, \quad (8)$$

де  $H_{np}$  – норма процента, %;  $O_n$  – номінальна вартість облігації, грн.;  $O_p$  – ринкова вартість облігації, грн.

2. *Ціна конверсії* визначає середню ціну акцій при обміні на них конвертованої облігації:

$$C_{\text{конверсії}} = \frac{O_n}{Q_a}, \quad (9)$$

де  $O_n$  – номінальна вартість конвертованої облігації, грн.;  $Q_a$  – кількість акцій за конвертовану облігацію.

3. *Конверсійна премія* характеризує прибутки (збитки) інвестора за конвертації облігацій в акції:

$$P_{\text{к.}} = A_{\text{р.к.}} - C_{\text{конверсії}}, \quad (10)$$

де  $A_{\text{р.к.}}$  – ринкова вартість акції на момент випуску конвертованої облігації, грн.;  $C_{\text{конверсії}}$  – ціна конверсії, грн.

4. Коефіцієнт конверсії показує кількість акцій, що їх отримано в обмін на конвертовану облігацію:

$$K_{\text{конверсії}} = \frac{O_n}{C_{\text{конверсії}}}, \quad (11)$$

де  $O_n$  – номінальна вартість конвертованої облігації, грн.

**Висновки.** Отож, на нашу думку, запропонована система показників оцінки цінних паперів суб'єктів ОП, зокрема акцій і облігацій, буде ефективним інструментом для забезпечення процесу саморегулювання діяльності таких організаційних структур, як об'єднання підприємств. Безперечно, функціонування і розвиток ОП та фондового ринку України вимагає постійної підтримки зі сторони державних органів влади, бо саме за цими двома структурними елементами – майбутній розвиток економіки нашої країни.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Бондарчук М.К. Теоретико-методологічні засади розвитку структур підприємницького бізнесу з метою санації українських підприємств: [ Розвиток суб'єктів господарювання України: сучасні реалії та перспективи: колективна монографія] / [Бондарчук М.К.] / за заг. ред. Л.М. Бандоріної, Л.М.Савчук. – Дніпро: Пороги, 2017. – 480 с.
2. Gerisch R., Hofmann W., Aufgaben und Probleme der Entwicklung in den Kombinatzen zur Erhonung der volkswirtschaftlichen Efektivitat. In Wirtschaftswissenschaft, Berlin 27 (1979) 2, S.139.].
3. Бондарчук М.К. Антикризисні інновації та напрями їх фінансування в об'єднаннях підприємств: [Обліково-фінансове забезпечення сталого розвитку аграрного сектору економіки України на інноваційній основі: колективна монографія] / [Бондарчук М.К., Шоля Р.І.] / за заг. ред. Г.Є. Павлової та І.П. Приходька. — Дніпропетровськ: Герда, 2015. - 436с.
4. Галпин, Тимоли Дж., Хедон, Марк. Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний: Пер. с англ. – М. И здательский дом "Вильямс", 2005. – 240.
5. Саати, Т. Принятие решений: метод анализа иерархий [Текст] Т. Саати. – Москва : Радио и связь, - 1993. – 278 с.
6. Bondarchuk M. Approaches to ranking causes of management crises in an industrial and commercial association / Науковий журнал Львівської політехніки «Economics, Entrepreneurship, Management», Volume 2, Number 1, 2015., p.15-21.
7. Gabler U. Erarbeitung eines Algorithmus zur Balanzierung des Produktionsprogrammes ausgehend von der Intensivierungskonzeption bis zum Jahresplan, Forschungsbericht, Friedrich-Schiller-Universitat, Jena, 1979, S.31ff.
8. Koziolk H. Wirtschaftswachstum und Entwicklung der materiell-technischen Basis, Wirtschaftswissenschaft, Heft 3/1982.
9. Хасанова, Г. Ф. Оценка эффекта синергии с помощью экономико-математических методов [Электронный ресурс] // Наукoвeдeннe. - 2015. - Том 7, № 3. - Режим доступа: <http://naukovedenie.ru/index.php?p=vol7-3>.
10. Deloitte Global Survey of R&D Tax Incentives 2015 [Електронний ресурс]/ Режим доступу: <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/nl/Documents/tax/deloitte-nl-tax-global-survey-r-and-d-incentives-2015.pdf>.
11. National Science Board Science & Engineering Indicators 2016 [Електронний ресурс]/ Режим доступу: <http://www.nsf.gov/statistics/2016/nsb20161/>.