

ти деяку суму на цьому етапі, ніж втратити велику частину своїх ресурсів у процесі виконання плану антикризових заходів.

4. Здійснення антикризових заходів. Ця стадія охоплює реальне впровадження і моніторинг розвитку антикризових заходів до того моменту, коли план антикризових дій буде виконано в повному обсязі.

5. Оцінка результатів антикризових заходів. Здійснюють як по завершенню проекту антикризових заходів загалом, так і в процесі його виконання. Основна мета цього виду діяльності полягає в отриманні реального зворотного зв'язку між закладеними антикризовими ідеями та ступенем їх фактичного виконання.

Розглянемо одну з можливих антикризових стратегій розвитку страховика (табл.).

Заходи антикризового розвитку приречені на невдачу, якщо становище страховика відповідає нижній правій частині матриці.

Таким чином, адекватність, комплексність та необхідну гнучкість системи управління страховою організацією в умовах перехідної економіки забезпечує запровадження антикризового управління.

#### **Плиса В.Й., Плиса З.П. Антикризисное управление деятельностью страховщика**

Предложены методические рекомендации относительно формирования и реализации последовательности антикризисного управления страховщиком. Обнаружены основные направления осуществления эффективных антикризисных программ в соответствии с положением страховщика в матрице кризисных состояний. Установлено, что мероприятия антикризисного развития обречены на неудачу, если положение страховщика отвечает нижней правой части матрицы. То есть, адекватность, комплексность и необходимую гибкость системы управления страховой организацией, в условиях переходной экономики обеспечивает внедрение антикризисного управления.

**Ключевые слова:** страховщик, антикризисное управление, кризисное состояние, кризисные зоны, антикризисные мероприятия.

#### ***Plysa V.Yo., Plysa Z.P. Anti crisis management of insurer***

The approach and methodic recommendations for forming and realizing anti crisis management on insurer are proposed. The basis directions of realizing anti crisis measures to according of enterprises position in matrix of crisis conditions are defined. It is set that the measures of anti crisis development are doomed to the failure, if position of insurer answers the right underbody of matrix. That, adequacy, complexity and necessary flexibility of control system by insurance organization, in the conditions of transitional economy is provided by introduction of anti crisis management.

**Keywords:** insurer, anti crisis management, crisis station, differential estimation, zones of crisis, anti crisis measures.

УДК 336.76

Ст. викл. Д.В. Попович – Львівська ДФА

## **ВПЛИВ СУЧАСНОГО СТАНУ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ НА ІНВЕСТИЦІЙНУ ПРИВАБЛИВІСТЬ АКЦІЙ ПІДПРИЄМСТВ**

Фондовий ринок України здійснює дедалі більший вплив на систему національної економіки. Водночас, формування вітчизняного ринку цінних паперів, зокрема акцій, відбиває внутрішні суперечності зазначених фінансових інструментів і

специфічні риси трансформаційної економіки України. Це негативно впливає на інвестиційну привабливість акцій українських підприємств. Встановлено, що повноцінного ринку цінних паперів наразі в Україні так і немає. Завдяки специфіці перерозподілу власності, під час приватизації ціни акцій виявилися досить низькими, привабливими лише для скуповування фінансовими спекулянтами та наступного перепродажу стратегічним інвесторам. Значна частина акцій так і залишилася об'єктом тільки спекулятивних вкладень, що призводить до практично незалежного стану ринку цінних паперів від реального сектору економіки.

**Ключові слова:** акція, фондовий ринок, інвестиційна привабливість акцій, корпорація, фондова біржа.

**Постановка питання.** Світовою практикою доведено, що в умовах ринкової економіки одним з основних джерел інвестиційних ресурсів для виробничого розвитку суб'єктів господарювання є фондовий ринок, на якому підприємства-емітенти розміщують свої цінні папери для залучення додаткових інвестиційних ресурсів. Так, наприклад, випуск акцій корпорацій дає змогу отримувати додаткові кошти безстроково, а випуск облігацій може забезпечувати залучення позикових ресурсів на вигідніших, ніж у банку умовах.

Формування українського ринку корпоративних цінних паперів, зокрема акцій, відбиває як внутрішні суперечності зазначених фінансових інструментів, так і специфічні характеристики ринкової трансформації економіки України. Вказаний ринок дедалі істотніше впливає на систему національної економіки. Водночас, він ще не виконує одну із своїх ключових функцій – залучення фінансово-інвестиційних ресурсів для модернізації виробництва. Поза тим, сучасний стан вітчизняного ринку акцій має своїм наслідком непрозоре ціноутворення, яке призводить до порушення прав інвесторів, яке полягає в такому:

- неможливість визначити реальну вартість цінних паперів і маніпулювання цінами (умисне введення в оману учасників ринку щодо вартості цінних паперів певного емітента та / або змова про штучну зміну та фіксування ціни акцій певного емітента, або надання учасникам наперед недостовірної інформації, яка істотно вплинула на вартість цінних паперів певного емітента);
- неможливість власників цінних паперів знайти покупця;
- відсутність моніторингу щоденної торгівлі на біржових площадках;
- непрозорі торги на позабіржовому ринку;
- відсутність моніторингу ризиків і здатності реагувати на них.

Визначене вище має численні негативні наслідки, серед яких головним варто, на наш погляд, вважати відсутність інвестиційної привабливості українських акцій, а відтак – і підприємств-емітентів.

**Аналіз досліджень і публікацій.** Результати досліджень теоретичних і практичних аспектів розвитку фондового ринку містяться у наукових працях таких вчених як І.А. Бланк, Є.Р. Зельцер, Ю.М. Лисенков, Н.В. Фетюхіна, Л.М. Хасан-Бек, В. Шелудько, О. Щербина та ін., а проблеми його впливу на розміщення фінансового капіталу інвесторів на ринку акцій – в роботах М.О. Бурмаки, Воротиної Л.І., Н.І. Костіної, Д.А. Леонова, О.М. Мозгового, О.Й. Пасхавера, Ю.Є. Петруні, О.Ю. Рудченко, В. Базилевича, П. Єщенка, В. Мамутова, С. Правденка, С. Румянцева та інших.

Відомі також зарубіжні дослідження з означеної проблематики: Дж. Гітмана – щодо процесів інвестування в умовах сучасних фондових ринків та

управління акціонерним капіталом; У. Шарпа – щодо ціноутворення на акціонерний капітал; Г. Марковіца, Р. Шилера, Дж. Кампбела, Дж. Доу та ін. – щодо чинників впливу на дохідність акціонерного капіталу, а також А. Дамодарана, Ю. Брігхема та Л. Гапенські, Т. Коупленда щодо оцінки інвестиційної привабливості бізнесу.

Водночас не так багато наукових робіт присвячено питанням інвестиційної привабливості цінних паперів АТ [1].

**Актуальність проблеми** впливу сучасного стану українського ринку акцій на їхню інвестиційну привабливість, її недостатня теоретична та практична розробленість зумовили здійснення потрібних досліджень і визначили тему цього дослідження.

**Метою статті** є визначення основних чинників розвитку фондового ринку України, зокрема ринку акцій ВАТ, що впливають на їхню інвестиційну привабливість, розроблення теоретичних та методичних основ оцінки інвестиційної привабливості акцій.

Для досягнення зазначеної мети ставилися завдання:

- з'ясувати економічну сутність та зміст поняття "інвестиційна привабливість акцій";
- визначити чинники розвитку вітчизняного ринку акцій, що впливають на їх інвестиційну привабливість;
- обґрунтувати необхідність управління інвестиційною привабливістю акцій менеджментом акціонерних товариств-емітентів.

**Виклад основного матеріалу.** У роботі "Вартість капіталу в корпоративних фінансах і теорії інвестицій" М. Міллер і Ф. Модільяні відзначали, що "вартість капіталу уявляється зовсім по-різному, якщо її оцінювати з точки зору фірми, яка використовує капітал в якості одного з ресурсів виробництва, і з точки зору інвестора, який розміщає свої вільні грошові кошти на ринку капіталу, вкладаючи в різні фінансові активи" [2]. Справді, взаємодія інвесторів та емітентів відбувається на ринку цінних паперів, де є конкуренція. Причиною конкуренції між емітентами є обмеженість ресурсів ринку капіталів і пошуки оптимального джерела фінансування, а конкуренція інвесторів викликана бажанням фінансувати компанії з найменшим ризиком й найбільшим прибутком для себе, тобто проекти з максимальною інвестиційною привабливістю. Успіх боротьби емітента за інвестиційні ресурси інвестора переважно залежить від його інвестиційної привабливості [3].

Стан цінних паперів, їхня вартість, ціна та умови обігу залежать не лише від рівня соціально-економічного розвитку суб'єкта господарювання, але й від стану фондового ринку, на якому відбуваються циклічні падіння і піднесення, не завжди пов'язані з реальними змінами в економіці. Тому й існує поняття курсової (ринкової) вартості корпоративних цінних паперів, яка відображає не лише вартість реального капіталу акціонерного товариства, але й ситуацію на фондовому ринку [4].

Отже, дослідження питань формування ринкової вартості акцій потрібно здійснювати, на наш погляд, з врахуванням особливостей розвитку українського фондового ринку, зокрема ринку корпоративних акцій. За підсумками 2008 р., відповідно до вимог у біржовому реєстрі, до котирувального

списку за I рівнем лістингу включено 15 цінних паперів 15 емітентів (13 з яких – прості іменні акції), за II рівнем лістингу – 252 цінних папери 150 емітентів (з них – 46 акцій) [5].

Найбільшу кількість цінних паперів, які включено до біржових списків організаторів торгівлі, становили акції (52,54 % від загальної кількості цінних паперів емітентів, які включено до біржових списків організаторів торгівлі на кінець 2008 р.). На первинному ринку обсяг торгів з акціями на організаторах торгівлі становив 0,02 млрд грн, при цьому найбільший обсяг зафіксовано на ВАТ ФБ "Перспектива". На вторинному ринку обсяг торгів з акціями становив 11,8 млрд грн. Варто зазначити, що торги з акціями на вторинному ринку здійснювались на всіх організаторах торгівлі. Тому найбільший обсяг зафіксовано на ФБ "ПФТС" (10,1 млрд грн, або 85,6 % від обсягу торгів акціями на вторинному ринку) [5].

Найбільший обсяг торгів фінансовими інструментами на фондових біржах протягом 2008 р. зафіксовано з акціями на суму 11,82 млрд грн (31,30 % від загального обсягу біржових контрактів на фондових біржах). Найважливішим показником, що характеризує розвиток фондового ринку і його сегментів, є обсяг операцій з цінними паперами, зокрема акціями корпоративних підприємств. Зауважимо при цьому, що частка акцій поміж інших видів фінансових інструментів на фондовому ринку України поступово зростає (з 13,7 % у 2001 р. до 39,9 % у 2008 р.) (рис. 1).



Рис. 1. Обсяги виконаних договорів торговцями цінних паперів протягом 2001-2008 рр., млрд грн (склав автор за даними ДКЦПФР [5])

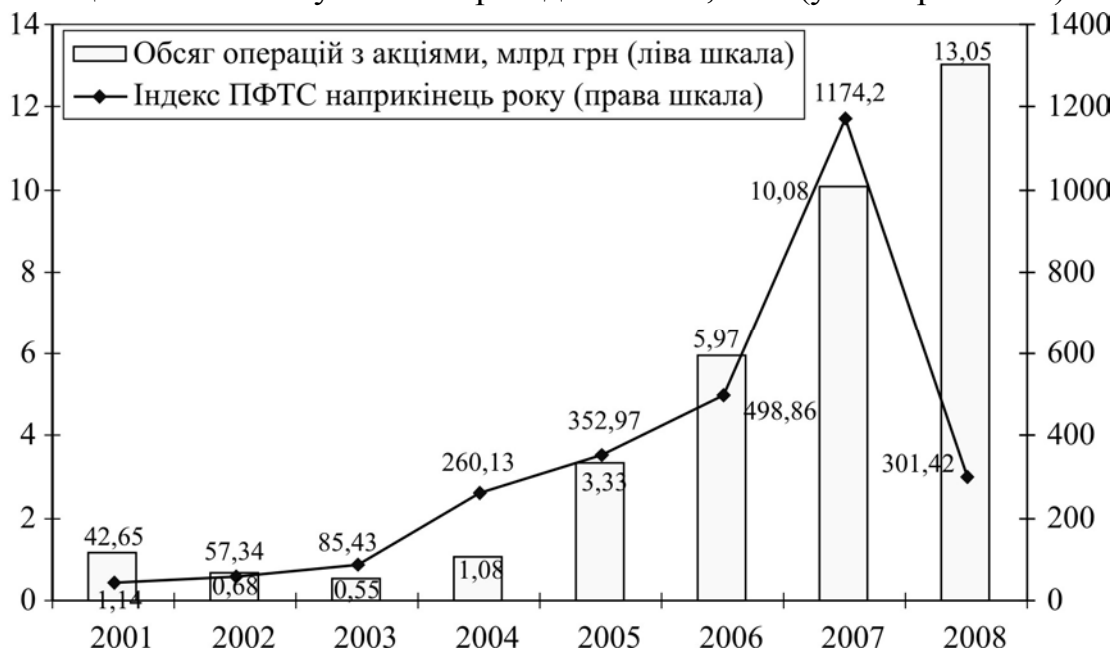
Як відомо, в країнах з розвинутою економікою, вторинний ринок цінних паперів представлено фондовими біржами, яким належить провідна роль в торгівлі цінними паперами, та позабіржовою торгівлею. На відміну від цього, на сучасному фондовому ринку України безумовний пріоритет належить позабіржовій торгівлі, а роль організованого ринку загалом в економіці країни залишається ще незначною. Основна причина цього явища полягає в недостатній розвиненості українського фондового ринку та його організованого сегменту, серйозні вади якого аналізували в багатьох фахових публікаціях [6]. Особливо негативний вплив на стан організованого ринку цінних паперів має безпрецедентне у світовій практиці домінування над ним непрозорого

для інвесторів неорганізованого фондового ринку, торговельний обіг якого у десятки разів перевищує обсяги операцій на організованому ринку [7] (рис. 2).



**Рис. 2. Обсяги виконаних угод за акціями на організованому та неорганізованому ринках цінних паперів за 2001-2008 рр., млрд грн (склав автор за даними ДКЦПФР [5])**

Провідну позицію на організованому ринку цінних паперів України займає Фондова біржа "ПФТС", частка якої серед фондових бірж України за обсягами торгів у 2008 р. становила 90,52 %. Загальна тенденція росту спостерігається і на ринку акцій у ПФТС – починаючи з 2004 р., відбувається різке зростання обсягів операцій, фондового індексу та ринкової капіталізації акцій (рис. 3). Загальний обсяг торгів акціями на ПФТС у 2008 р. зріс на 29 % порівняно з 2007 р. та становив 13,05 млрд грн (у 2007 р. – 10,08 млрд грн). При цьому частка акцій в загальному обсязі торгів досягла 28,26 % (у 2007 р. – 32 %).



**Рис. 3. Динаміка основних показників ринку акцій в ПФТС у 2001-2008 рр. (склав автор за даними ПФТС [8])**

Незважаючи на зростання обсягів торгів, можна стверджувати, що "позабіржовий ринок цінних паперів в Україні залишається достатньо закритим і недоступним для дрібних продавців і покупців акцій. Розвиток вторинного ринку акцій у формі біржової торгівлі є тим більше проблемним, оскільки ре-

ально його учасниками стають лише професійні торговці цінними паперами, а вихід на нього акціонерних товариств (АТ) є вкрай ускладненим або навіть неможливим" [9]. Так, у 2008 р. на фондових біржах України і в ПФТС для продажу за грошові кошти пропонували лише 24 пакети акцій 24 відкритих акціонерних товариств загальною номінальною вартістю 175,4 млн грн [10].

Таким чином, можна стверджувати, що на фондовому ринку України лише незначна частина акцій визнається ліквідними, на ньому діє обмежена кількість інституціональних інвесторів, а інвестиційний попит формується виключно провідними гравцями. Акції ж більшості українських емітентів практично не обертаються на фондовому ринку, як правило, розподілені між менеджерами і членами трудового колективу АТ, або перебувають у власності великих і стратегічних акціонерів. Через брак активного ринку акцій вони є низьколіквідним активом АТ, не мають ринкової вартості і є недостатньо інвестиційно привабливими.

Тому ми вважаємо, що інвестиційна привабливість певного об'єкта (в цьому випадку – цінних паперів), – це сукупність сприятливих чинників, які відрізняють цей об'єкт від інших. Інвестиційна привабливість цінних паперів визначається на основі об'єктивних можливостей (інвестиційного потенціалу) та умов діяльності емітента (інвестиційного ризику).

Отже стратегічні інтереси підприємства-емітента у розвиненій економіці повинні передбачати здійснення впливу на інвестиційні якості власних акцій, оскільки їхня курсова вартість виступає важливим показником для інших суб'єктів ринку цінних паперів, які є або розглядають змогу стати контрагентами певного підприємства. Зростання курсу акцій свідчить про компетентність менеджменту, дії якого здебільшого й спрямовані на підвищення ринкової вартості компанії [11].

У практиці функціонування українського ринку корпоративних цінних паперів недостатньо сформовані ринкові механізми, брак правової та корпоративної культури призвели до того, що у зростанні курсу акцій зацікавлені лише їхні власники, а менеджери підприємств ще не зрозуміли того, що основною функцією ринку цінних паперів є надання механізму, який дає змогу емітенту залучати капітал, а інвестору – вкласти його у дохідні сфери бізнесу, забезпечуючи таким чином перетік капіталу з однієї галузі в іншу залежно від прибутку, що забезпечується на вкладений капітал.

**Висновки.** Таким чином, можемо констатувати, що повноцінного ринку цінних паперів наразі в Україні так і немає. Завдяки специфіці перерозподілу власності, під час приватизації ціни акцій виявилися досить низькими, привабливими лише для скуповування фінансовими спекулянтами та наступного перепродажу стратегічним інвесторам. Значна частина акцій так і залишилася об'єктом тільки спекулятивних вкладень, що призводить до практично незалежного стану ринку цінних паперів від реального сектору економіки. Фінансова криза кінця 2008 р. – початку 2009 р. безпосередньо вплинула на розвиток фондового ринку України й, відповідно, призвела до кризи ринку корпоративних цінних паперів. Тому в такій ситуації свої підходи до ринку цінних паперів будуть вимушені змінити не лише інвестори, а й емітенти. Якщо

цього не відбудеться, то ринки капіталів для таких підприємств будуть недоступними протягом ще достатньо тривалого, навіть посткризового, періоду, на відміну від тих підприємств, які вже тепер розпочнуть належно впливати на параметри власних акцій для підвищення їхньої інвестиційної привабливості.

Такий вплив варто, на наш погляд, розглядати як управління інвестиційною привабливістю акцій, який пропонується визначати як сукупність (комплексну систему) заходів, що охоплюють всі можливі напрямки впливу на характеристики (параметри) власних акцій підприємства-емітента. Саме процес управління інвестиційною привабливістю акцій передбачено більш детально розглянути в наступних публікаціях.

### Література

1. **Давидов О.І.** Інвестиційна привабливість цінних паперів в Україні / О.І. Давидов, О.В. Яріш // *Фінанси України*. – 2001. – № 2. – С. 130-140..
2. **Modigliani F.** The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F.Modigliani, M.H. Miller // *Amer. Econ. Rev.* 1958. June. – P. 261-297.
3. **Яріш О.В.** Галузевий зміст методики інвестиційної привабливості акцій // *Регіональні перспективи*. – 2004. – № 1-2. – С. 16-18.
4. **Философов Л.В.** Оценка инвестиционной привлекательности акций. Выбор метода. // *Экономика и жизнь*. – 1993. – № 23. – С. 15.
5. **Альошина Л.Є.** Акціонування як механізм залучення капіталу у сферу підприємництва // *Фінансові механізми активізації підприємництва в Україні: Доповіді, повідомлення у Міжнар. наук.-практ. конф.* – Львів, 29-30 жовтня 2009 р. – Львів : ЛДФА, 2009. – С. 16-20.
6. **Інформація ДКЦПФР.** [Електронний ресурс]. – Доступний з <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>.
7. **Долішній М.** Проблеми розвитку ринку цінних паперів в Україні // *Регіональна економіка*. – 2006. – № 4. – С. 180-185.
8. **Міньков В.І.** Деякі особливості розвитку фондового ринку України // *Фінанси України*. – 2005. – № 12. – С. 104-114.
9. **Червова Л.Г.** Аналіз особливостей і прогноз розвитку фондового ринку на період з 2007 по 2011 р. / Л.Г. Червова, М.І. Назарчук // *Економіка промисловості*. – 2007. – № 2(37). – С. 3.
10. **Інформація ПФТС.** [Електронний ресурс]. – Доступний з [http://www.pfts.com/uk/yearly-reports/?get\\_file=163](http://www.pfts.com/uk/yearly-reports/?get_file=163).
11. **Гелюх Л.І.** Чинники оцінки вартості підприємства // *Вісник Донецького університету економіки та права*. – 2006. – № 1. – С. 132-133.
12. **Звіт про роботу Фонду державного майна України та хід виконання Державної програми приватизації у 2008 р.** [Електронний ресурс]. – Доступний з <http://www.spfu.gov.ua/ukr/reports>.
13. [Електронний ресурс]. – Доступний з [http://www.spfu.gov.ua/ukr/reports\\_spfu.php?year=2009&page=3](http://www.spfu.gov.ua/ukr/reports_spfu.php?year=2009&page=3).
14. **Розанова Е.Ю.** Управление инвестиционной привлекательностью акций. – Менеджмент в России и за рубежом. – 2000. – № 1. – С. 32-47.

### **Попович Д.В.** Влияние современного состояния фондового рынка Украины на инвестиционную привлекательность акций предприятий

Фондовый рынок Украины осуществляет все большее влияние на систему национальной экономики. В то же время, формирование отечественного рынка ценных бумаг, в частности акций, отбивает внутренние противоречия отмеченных финансовых инструментов и специфические черты трансформационной экономики Украины. Это негативно влияет на инвестиционную привлекательность акций украинских предприятий. Установлено, что полноценного рынка ценных бумаг теперь в Украине так и нет. Благодаря специфике перераспределения собственности, при приватизации цена акции оказалась достаточно низкой, привлекательной лишь для скупки финансовыми спекулянтами и следующей перепродажи стратегическим инвесторам.

Значительная часть акции так и осталась объектом только спекулятивных вложений, что приводит к практически независимому состоянию рынка ценной бумаги от реального сектора экономики.

**Ключевые слова:** акция, фондовый рынок, инвестиционная привлекательность акций, корпорация, фондовая биржа.

### **Popovich D.V. Modern fund of Ukraine market condition influence on enterprises actions investment attractiveness**

The stock market of Ukraine is carried out more greater and greater influence on the system of national economy. At the same time, the formation of domestic market of securities, in particular stocks, removes self-contradictions of the noted financial instruments and specific lines of transformation economy of Ukraine. It is all higher, marked above all things, negatively influences on the investment attractiveness of domestic enterprise's stocks. It is set that valuable market of securities now in Ukraine so it is not. Due to the specific of redistribution of property, during privatization the costs of actions appeared low enough, attractive only for buying up and next resale strategic investors financial speculators. Considerable part of actions so remained an object only speculative investments, that results in a practically independent market of securities condition from real the sector of economy.

**Keywords:** stock, stock market, the investment attractiveness of stock, stock market.

УДК 333.3.4

Ст. викл. *О.О. Пишк-Ковальська, канд. екон. наук –  
НУ "Львівська політехніка"*

## **ПЛАНУВАННЯ ЗОВНІШНЬОЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ: ДОСЛІДЖЕННЯ СЕМАНТИКИ КАТЕГОРІЇ**

Наведено трактування різних авторів щодо сутності категорій "планування" та "зовнішньоекономічна діяльність". Запропоновано змістове тлумачення планування зовнішньоекономічної діяльності в широкому та вузькому розумінні. Сформовано перспективи подальших досліджень особливостей планування зовнішньоекономічної діяльності. Встановлено, що немає чіткого визначення категорії "планування зовнішньоекономічної діяльності". Існуючі визначення є неповними та суперечливими. Тому, на підставі огляду літературних джерел, сформовано трактування категорії "планування зовнішньоекономічної діяльності" в широкому та вузькому розумінні.

**Ключові слова:** зовнішньоекономічна діяльність, планування, технологія планування зовнішньоекономічної діяльності, технологія менеджменту зовнішньоекономічної діяльності.

**Актуальність проблеми та її зв'язок з важливими науково-практичними завданнями.** Особливістю розвитку національної економіки України є те, що механізм управління нею перебуває на стадії розроблення, що має негативний вплив на всі сфери діяльності в державі, зокрема і зовнішньоекономічну.

Зважаючи на те, що здійснення зовнішньоекономічної діяльності (ЗЕД) відбувається в умовах динамічного середовища, виникає потреба у прийнятті раціональних рішень в досить короткі строки. Саме тому технологія планування зовнішньоекономічної діяльності є особливо актуальною на сьогодні. При цьому доцільно зауважити, що в період командно-адміністративного управління, планування було однією із основних умов ефективного управління як на макрорівні, так і на мікрорівні. Якщо раніше були чіткі інструкції на зразок п'ятирічних планів, "планування від досягнутого", контрольні цифри,