

9. Niven, Paul R. Balanced scorecard step-by-step: maximizing performance and maintaining results / Paul R. Niven. – 2nd ed., 2006.

10. Терещенко О.О. Управління вартістю підприємства в системі фінансового менеджменту / О.О. Терещенко, М.В. Стецько // Фінанси України. – 2007. – №3. – С. 91–99.

11. Пармендер Д. Ключевые показатели эффективности. Разработка, внедрение и применение решающих показателей / Пармендер Д., пер. с англ. А. Платонова. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – 288 с.

12. Дайле А. Практика контроллинга / Дайле А.; пер. с нем.; под ред. М.Л. Лукашевича, Е.Н. Тихоненковой. – М.: Финансы и статистика, 2001.

13. Панков В.А. Контролінг і бюджетування фінансово-господарської діяльності підприємства / Панков В.А., Єлецьких С.Я., Михайличенко Н.М. – К.: Центр учбової літератури, 2007. – 112 с.

14. Внедрение сбалансированной системы показателей / Horvath & Partners; Пер. с нем. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. – 478 с. – (Серия «Модели менеджмента ведущих корпораций»).

Р.І. ЗАВОРОТНИЙ,

к.е.н., докторант, доцент кафедри фінансів підприємств, Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана, А.О. СИГАЙОВ,

д.е.н., професор, Національний технічний університет України «Київський політехнічний інститут»

Управління вартістю нафтопереробних підприємств шляхом регулювання обсягу грошових коштів

У статті розглядаються загальні проблеми регулювання вартості підприємства шляхом управління обсягом його вільних грошових коштів. Автори аналізують світовий досвід застосування двох основних методів – зворотного викупу акцій та корпоративного злиття/поглинання та всі пов'язані з ними мотиви фінансового менеджменту.

Ключові слова: зворотний викуп, корпоративне злиття/поглинання, вартісно-орієнтоване управління, SWOT-аналіз, придбання за рахунок позики.

Р.І. ЗАВОРОТНИЙ,

к.э.н., докторант кафедры корпоративных финансов и контроллинга, Киевский национальный экономический университет им. Вадима Гетьмана, А.А. СИГАЙОВ,

д.э.н., профессор, Национальный технический университет Украины «Киевский политехнический институт»

Управление стоимостью нефтеперерабатывающих предприятий путем регулирования объема денежных средств

В статье рассматриваются общие проблемы регулирования стоимости предприятия путем управления объемом его свободных денежных средств. Авторы анализируют мировой опыт применения двух основных методов – обратного выкупа акций и корпоративного слияния/поглощения, а также все связанные с ними мотивы финансового менеджмента.

Ключевые слова: обратный выкуп, корпоративное слияние/поглощение, стоимостно-ориентированное управление, SWOT-анализ, приобретение за счет займа.

R.I. ZAVOROTNIY,

PhD. (Econ. Sci.), doctoral student of department of corporate finance and controlling, Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman A. SIGAYOV,

D.Sc., Professor, National Technical University of Ukraine, Kyiv Polytechnic Institute

Management of the Oil Refineries' Value Through Regulation of Amount of Their Cash

Offered article is devoted to main problems of regulation of the enterprise's value through management of the volume of its free financial resources. The author analyzes the world experience of application of two main methods such as share buyback and corporate merger & acquisition, and also all related motives of financial management.

Keywords: share buyback, corporate merger & acquisition, value-based management, leveraged buyout.

Постановка проблеми. Сьогодні відбуваються значні системні зрушення у функціонуванні нафтопереробного сектора України. Рушійними факторами цього виступають: 1) переорієнтація вітчизняної економіки на глобальних ринках, 2) нещодавнє подолання повного контролю з боку фінансово-промислової групи «Приват» за діяльністю крупних державних підприємств нафтового сектору (ПАТ «Укрнафта» і ПАТ «Укртранснафта»), 3) вірогідна націоналізація донині заарештованого майнового комплексу ПАТ «Одеський нафтопереробний завод», а також низка інших факторів. Оскільки з усіх вітчизняних нафтопереробних заводів (НПЗ) нині функціонує лише Кременчуцький НПЗ (обсяг завантаження, за офіційною звітністю, лише 13%

від проектних потужностей [1]), подальші зрушення здатні призвести лише до послаблення цієї кризової ситуації.

Лібералізація ринку нафтопродуктів унаслідок усунення монополії ФПГ «Приват» і розбудова фінансового ринку в результаті масштабних інвестиційних впливів із закордону можуть послужити дієвим стимулом для нафтопереробних підприємств щодо запровадження концепції вартісно-орієнтованого управління (VBM). Необхідність впровадження цієї концепції в діяльність суб'єктів крупного бізнесу становить актуальність пропонованого дослідження.

Аналіз досліджень та публікацій з проблеми. Проблемам регулювання ринкової вартості підприємств шляхом

розподілу грошових коштів з метою зворотного викупу акцій або корпоративного злиття/поглинання (M&A) присвячено праці Т. Фермалена [2], А. Кляйна і Д. Розенфельда [3], В. Мікельсона і Р. Рубака [4], Р. Коммента і Д. Джарела [5], Х. Хатерджи [6] та ін. На жаль, у силу нерозвиненості українського фінансового ринку вітчизняними науковцями проблеми зворотного викупу акцій не підіймалися, дослідження ними корпоративних злиттів також не є фундаментальними, носять лише описовий характер.

Оскільки діяльність нафтопереробних підприємств характеризується високою оборотністю капіталу і, як наслідок, порівняно швидкими темпами накопичення грошових коштів, метою роботи виступає розкриття основних методів розпорядження такими коштами задля нарощення корпоративної капіталізації.

Виклад основного матеріалу. Ринкова вартість підприємства є аналітичним показником, що уособлює в собі усі джерела фінансування господарської діяльності і може бути виражений формулою:

$$\text{Вартість підприємства} = \text{СК} + \text{З} - \text{ІА} - \text{ГК},$$

де СК – ринкова вартість статутного капіталу підприємства як сума ринкової вартості звичайних та привілейованих акцій, З – ринкова вартість боргових зобов'язань, ІА – сукупна вартість інвестицій в асоційовані підприємства, ГК – обсяг грошових коштів та їх еквівалентів.

У наведеній формулі віднімається два елементи: 1) інвестиції в асоційовані компанії (адже не можна включати в майно підприємства активи, що належать іншому, господарськи відокремленому суб'єкту) і 2) грошові кошти та їхні еквіваленти (з тих міркувань, що загальний борг підприємства за їх рахунок може бути зменшено в будь-який момент часу).

Як свідчить вищезазначена формула, регулювання суми грошових коштів також виступає фінансовим інструментом VBM, а отже підлягає окремому вивченню. Якщо обсяг грошових коштів та їхніх еквівалентів на підприємстві майже без залишку забезпечує безперервність операційного циклу, тоді вказаний актив не може бути мобілізований задля цілей VBM. Для покриття поточних господарських потреб регулювання обсягу грошових коштів може, зокрема, відбуватися за допомогою моделі Міллера – Орра [11, с. 260–261]. Натомість за перманентного виникнення суттєвого залишку вільних грошових коштів у фінансових менеджерів з'являється додатковий важіль впливу на ринкову вартість підприємства.

Виділяються два основні напрями використання вільних грошових коштів з метою VBM [12]:

- зворотний викуп акцій підприємства (з англ. share buyback);
- корпоративне злиття/поглинання (з англ. merger/acquisition, M&A).

Охарактеризуємо кожен із наведених напрямів використання коштів.

Х. Хатерджи розглядає зворотний викуп акцій як інструмент фінансової реструктуризації підприємства, поряд з яким також виділяє M&A, поглинання активів, тендерні пропозиції, венчурне інвестування, реалізація непрофільних активів, виділення організації (з англ. spin-off), подібнення організації (з англ. split-off), зменшення статутного капіталу, заходи з захисту від поглинання, конвертацію акцій (простих у привілейовані і навпаки, на облігації і навпаки), судові суперечки, придбання активів за рахунок позикових ресурсів (з англ.

leveraged buyout, LBO), перехід до приватної організаційно-правової форми, наділення трудового колективу акціями (з англ. employee stock option plan, ESOP); перехід до обмеженого партнерства, акції якого представлені на фондовому ринку (з англ. master limited partnership, MLP), та ін. [2, с. 5]. Коли менеджер виявляє проблему недостатньої або надлишкової капіталізації підприємства, він має провести фінансову реструктуризацію, причому в окремих випадках вдається саме до зворотного викупу акцій. Виділяють такі причини реалізації саме такого напряму реструктуризації [2, с. 8; 12]:

1) програма викупу вбачається як зручний шлях повернення коштів інвесторам без перманентного нарощення обсягів дивідендів, а також як можливість отримання пільг при оподаткуванні дивідендів. У більшості країн ставка податку на приріст капіталу, тобто податку на доходи інвесторів підприємства (з англ. capital gains tax), є нижчою за розмір податку з розподілу дивідендів, а отже викуп акцій більш вигідний акціонерам;

2) викуп виступає яскравим свідченням позиції підприємства щодо поточної недооціненості акцій і необхідності виправлення цього. На практиці зростання курсу акцій підприємства внаслідок викупу не відбувається суворо прямо пропорційно обсягу коштів, витрачених на викуп. Очікуваний унаслідок викупу курс акцій може бути досягнутий по завершенні кількох місяців, причому ефект зростання внаслідок викупу неможливо відокремити від ефекту дії інших ринкових факторів;

3) позбавлення підприємства від надлишкової ліквідності;

4) дотримання співвідношення ринкової ціни акції і прибутку на одну акцію (з англ. earnings per share, EPS) на високому рівні. Світові нафтопереробні компанії зі значним вільним грошовим потоком можуть досягати нарощення показника EPS, час від часу викуповуючи власні акції. Це дозволяє підтримувати інвестиційну привабливість підприємства на достатньому рівні (через підвищення якості корпоративного управління шляхом регулювання показника загальної доходності акціонерів, TSR), якщо інші можливості нарощення капіталу відсутні або суттєво ускладнені.

Те саме стосується випадків, коли ринкова капіталізація підприємства є недостатньою і підприємству доводиться скорочувати інвестиції у розвиток окремих прибуткових бізнес-напрямів. Приведена ситуація є характерною для розвитку всіх вітчизняних нафтопереробних підприємств, які внаслідок відсутності власних акцій на вільному фондовому ринку і затяжної фінансової кризи позбавлені можливості модернізації виробничих потужностей;

5) зміна структури капіталу через нарощення частки позикових коштів і, як наслідок, регулювання розміру WACC;

6) зниження ризику ворожого поглинання;

7) передача викуплених акцій працівникам підприємства, тобто реалізація ESOP;

8) збільшення частки «голосу» емітента при прийнятті рішень на зборах акціонерів;

9) використання викуплених акцій з метою оплати M&A;

10) отримання додаткового прибутку у разі перевищення внутрішньої (справедливої) вартості акцій над їх ринковим курсом.

Отже, викуп акцій може послужити інструментом реалізації інших варіантів реструктуризації підприємства (M&A, ESOP та ін.) з приведенного вище списку.

ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

За дослідженням консалтингової компанії Price Waterhouse Coopers світових ринків, масштабна практика зворотних викупів є характерною для великих гірничодобувних, металургійних і нафтових (у тому числі нафтопереробних) корпорацій, адже саме вони мають більші запаси грошових коштів за необхідний їм обсяг реінвестицій. Це є закономірним, зважаючи на порівняно високу оборотність активів підприємств і пов'язану з нею доходність капіталу, а також відсутність необхідності здійснення значних витрат у НДДКР.

Наведемо дані з поступового впровадження операцій зворотного викупу на ринку Індії, який є тим, що розвивається, але на відміну від українського має дещо кращу розбудову (табл. 1).

На відміну від індійського на розвинених ринках кількість викупів акцій у сотні разів більша. Наприклад, у 1999 році у США і Франції кількість таких операцій становила 1252 і 387 відповідно, у 2002 році в Німеччині – 63 [2, с. 12]. Отже, операції зворотного викупу доволі поширені у світовій практиці VBM, однак на українському ринку донині невідомий жоден випадок подібної операції.

Дослідники виділяють такі закономірності, що виникають при проведенні зворотного викупу (табл. 2).

Окрім перелічених авторів, певні математичні моделі за операціями зворотного викупу і відповідною їм курсовою динамікою акцій формували К. Джолс [15], Г. Груллон і Р. Майклі [16], Еберхарт і Сідік [17] й ін., однак у силу специфіки

Таблиця 1. Динаміка операцій зі зворотного викупу на фінансовому ринку Індії [2, с. 11; 13, с. 54]

Фінансовий рік	Кількість пропозицій зі зворотного викупу		Фінансовий рік	Кількість пропозицій зі зворотного викупу на відкритому ринку
	на відкритому ринку	викуп у окремих акціонерів		
1	2	3	4	5
1998–1999	0	1	2005–2006	Н/д
1999–2000	1	11	2006–2007	Н/д
2000–2001	3	12	2007–2008	5
2001–2002	23	6	2008–2009	46
2002–2003	17	18	2009–2010	19
2003–2004	6	11	2010–2011	12
2004–2005	Н/д	Н/д		

Таблиця 2. Основні закономірності, пов'язані зі зворотним викупом

Науковець	Висновки
1	2
Фермален Т.	На основі дослідження 131 операції зі зворотного викупу на ринку США, визначено середню премію акціонерів у розмірі 23 відсотка. Виявлено пряму залежність розміру пропонованої акціонерам премії від частки акцій, підлягаючих викупу, і наявного у менеджменту підприємства обсягу акцій (чим менше обсяг акцій у менеджменті і, відповідно, більший обсяг паперів до викупу в акціонерів – тим більша пропозиція на премію) [4]
Кляйн А., Розенфельд Д.	На прикладі 77 підприємств США дослідили курсову динаміку акцій від часу IPO до моменту зворотного викупу. Незважаючи на падіння курсу акцій від моменту оголошення викупу, курсовий виграш інвесторів, що не приймали участі у зворотному викупі і тримали акцій до його завершення, становив мінімум 12 відсотків [5]
Мікельсон В., Рубак Р.	Доведено, що темп зростання курсу акцій унаслідок IPO зазвичай вищий за темп падіння курсу внаслідок їх подальшого зворотного викупу [6]
Хертцель М.	Досліджено вплив 134-х зворотних викупів на умови функціонування підприємств-конкурентів. Виявлено відсутність впливу, або його незначний характер, на курсову динаміку акцій конкурентів підприємства, яке проанонсувало зворотний викуп [14]
Коммент Р., Джарелл Д.	Визначено, що зворотний викуп у окремих акціонерів, порівняно з викупом на відкритому ринку, зазвичай передбачає більшу норму премії на акцію [7]
Бартов Е.	На основі дослідження викупів на відкритому ринку отримано висновок, що їх здійснення передують зниженню фінансового ризику підприємства в майбутньому, це реалізується за одним з двох сценаріїв [8]: 1) зниження ризику є наслідком скорочення можливостей підприємства й надалі підтримувати генерування значного грошового потоку; 2) причиною зниження ризику може виступати подальше зростання знаменника у коефіцієнті фінансового важеля (β) за рахунок нарощення прибутку як чистого фінансового джерела
Багвел Л.	Дослідження поведінки акціонерів у процесі продажу їх акцій на умовах датського аукціону, по вибірці з 32 емітентів у 1981–1988 роках, виявило поступове нарощення ціни пропозиції підприємств залежно від контрольованої акціонером частки [9]
Ікенберрі Д., Лаконішок Д., Фермален Т.	Вивчення зворотних викупів у США у 80-х роках минулого століття виявило, що ринковий курс акцій підприємств зростає у середньому на 2,9% протягом чотирьох років від моменту оголошення про викуп. При цьому у паперів, явно недооцінених до моменту викупу, спостерігалось щорічне зростання курсу на 6,4% протягом того ж чотирирічного періоду [10]
Мурті К.	Наголос на результативність зворотного викупу як техніки фінансового інжинірингу лише за умови значного (вищого за конкурентів) генерування грошового потоку, що й дозволяє емітенту маніпулювати розміром показника EPS за одночасно незмінного коефіцієнта P/E [2, с. 19]

ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

локальної економіки в Україні впровадження формальних методів оцінки ефекту від зворотного викупу нині недоцільне.

Основний висновок, що витікає з аналізу праць, представлених у табл. 2 авторів, зводиться до формули:

Вартість підприємства $\uparrow = \text{СК} \uparrow + \text{З} - \text{ІА} - \text{ГК} \downarrow$.

Для інвесторів, що не бажають отримувати прибуток лише за рахунок зростання курсу акцій і їхнього продажу, альтернативою зворотному викупу виступає M&A як ще один шлях розподілу грошових коштів підприємства [12]. Мотиви корпоративного злиття, що можуть у подальшому відображатися на ринковій капіталізації консолідованої структури, такі (див. рис.).

Усі перелічені на рисунку варіанти мотивів можуть призвести до підвищення ринкової вартості поглинаючого підприємства у двох випадках: моментного нарощення фінансового результату (за цілями 2, 4 і 5) і приріст фінансових результатів у тривалій перспективі (за цілями 1, 3, 6, 7, 8, 9, 10 і 11). Тоді у вищенаведеній формулі зростання вартості поглинаючого підприємства має відбуватися за рахунок зменшення суми ГК, неадекватної значно більшому обсягу приросту чистих джерел (зокрема, прибутку і амортизаційних відрахувань) і, як наслідок, СК, тобто:

Вартість підприємства $\uparrow = \text{СК} \uparrow + \text{З} - \text{ІА} - \text{ГК} \downarrow$.

Окремий інтерес являє реалізація M&A за рахунок позикових ресурсів (так званих leveraged buyout, LBO), що обумовлює зростання позикової складової вказаної вище формули і, як наслідок, її результату.

Незважаючи на приведені на рис. 1 мотиви M&A, за дослідженням М. Маркса і П. Мірвіса, 53% усіх M&A призводять до зниження капіталізації консолідованих структур і лише 17% супроводжуються її приростом [19, с. 330].

Перелічені мотиви M&A досягаються такими методами [18, с. 187]:

1) викуп контрольного пакету акцій через придбання в окремих акціонерів, тобто тендерну пропозицію. Цільове підприємство продовжує функціонувати як окремий суб'єкт. Згідно з п. 17 ПСБО 19 «Об'єднання підприємств» у фінан-

совому обліку поглинаючого підприємства формується консолідована фінансова звітність;

2) придбання активів, унаслідок чого цільове підприємство залишається у фіктивній формі, при цьому його активи передаються компанії-покупцю. У підсумку цільова фірма ліквідується;

3) тендерні пропозиції, що передбачають непідконтрольне функціонування цільового підприємства доти, доки залишаються акціонери-«дисиденти». Успішним наслідком низки пропозицій є злиття;

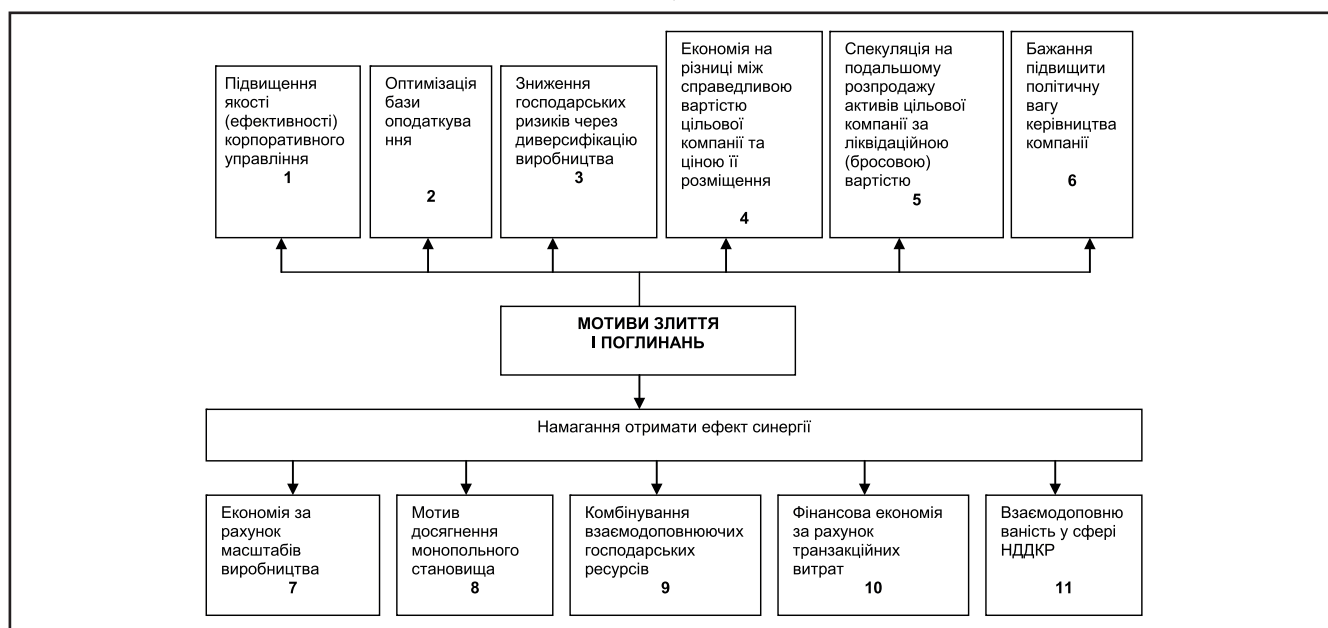
4) об'єднання з метою утворення нової структури (п. 4 ПСБО 19). Необхідна санкція акціонерів з обох сторін;

5) злиття, внаслідок чого цільове підприємство стає частиною компанії-покупця (п. 4 ПСБО 19). Необхідна санкція акціонерів з обох сторін.

У силу тривалого кризового стану всіх вітчизняних нафтопереробних підприємств, стабільної збитковості та відсутності вільних грошових коштів нині вбачаються малоімовірними можливості зворотного викупу підприємствами власних акцій або ж корпоративного поглинання інших суб'єктів. Виключенням виступає лише можливість M&A двох підконтрольних ФПГ «Приват» господарських суб'єктів – ПАТ «ТФПК «Укртатнафта» (Кременчуцький НПЗ) і ПАТ «Укрнафта» – задля організації замкненого виробничого циклу на базі вертикально інтегрованої компанії (ВІНК) [20, с. 288–316].

За умови: 1) ринкової вартості акцій ПАТ «Укрнафта» на початку 2015 року на біржі «Перша фондова торговельна система» у 207,6 грн./шт., 2) сукупного обсягу емітованих простих акцій ПАТ «Укрнафта» у 54228510 шт., 3) оціночної вартості ПАТ «ТФПК «Укртатнафта» на початок 2015 року в розмірі 11698366,4 тис. грн., 4) неістотності розмірів оціночних знижок за ліквідність та неконтрольний характер додаткового обсягу акцій, – мінімальний розмір додаткової емісії акцій ПАТ «Укрнафта» з метою формування ВІНК, номіналом 0,25 грн. кожна, за їх поточною ринковою вартістю становитиме:

Розмір додаткової емісії $= \frac{11698366,4}{207,6} = 56350,5$ тис. шт., тобто близько 96% загальної поточної кількості емітованих акцій ПАТ «Укрнафта».



Основні мотиви корпоративного злиття і поглинання [18, с. 188]

ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

За оцінками на початок 2014 року, утворення ВІНК мало б відбуватися шляхом додаткової емісії акцій ПАТ «Укрнафта» в обсязі 56350,5 тис. шт. із їхнім подальшим обміном на акції ПАТ «ТФПК «Укртатнафта» (НАК «Нафтогаз України» і учасники з ФПГ «Приват» вносять належні їм акції ПАТ «ТФПК «Укртатнафта» до статутного капіталу ПАТ «Укрнафта»). Зважаючи на нинішню ускладненість достовірної оцінки ринкової вартості ПАТ «Укрнафта» (з причини найближчого проведення аудиту в зв'язку зі зміною менеджменту підприємства) визначити сукупну вартість підприємств по завершенні M&A неможливо. За нашою попередньою оцінкою, на кінець 2012 року ринкова вартість консолідованої структури становила б 46185661,8 тис. грн. (або \$5737350 тис.) [20, с. 307].

Звичайно, зважаючи на декларовану нині жорстку анти-монопольну державну політику, на даному етапі операція M&A вбачається малоімовірною, однак: 1) контрольовані ФПГ «Приват» великі частки у статутних капіталах підприємств-учасників, 2) тривалий час офіційно декларована ПАТ «Укрнафта» необхідність інтеграції [21], та 3) необхідність каталізації приватизаційних процесів в умовах поточного дефіциту бюджету й фінансової кризи – виступають істотними передумовами такої можливості.

На основі аналізу можливостей і загроз господарському розвитку такої ВІНК оцінимо імовірність зростання її ринкової капіталізації, тобто підвищення ринкової вартості ПАТ «ТФПК «Укртатнафта» внаслідок M&A (табл. 3).

Таблиця 3. SWOT-аналіз господарського розвитку ВІНК, утвореної на базі ПАТ «Укрнафта» і ПАТ «ТФПК «Укртатнафта»

Сильні сторони	Слабкі сторони
Наявність стабільно зростаючого попиту на газ і нафтопродукти	За експертними оцінками, потенціал видобування нафти й газу з експлуатованих нині покладів становить 30–35 років
Монопольна позиція на вітчизняному ринку	Високий ступінь зношеності основних засобів ПАТ «ТФПК «Укртатнафта» (коефіцієнт зносу на рівні 49% на початок 2014 року)
Стабільна прибутковість як наслідок наявності широкої збутової мережі нафтопродуктів (близько 560 АЗС у власності ПАТ «Укрнафта» у 2011 році, у 2014 році – 1590, або 22% вітчизняних АЗС) та нарощення реалізації газу підприємствам зі складу ФПГ «Приват» – ПАТ «Дніпроазот» та ПАТ «Азот»	Дефіцит кваліфікованих робочих кадрів
Так звана диференційована ефективність, тобто певне підвищення ефективності використання окремих активів обох підприємств після M&A	Поступове зниження світових цін на нафту й газ у середньостроковому горизонті і їхня стабілізація в довгостроковому
Документообіг по окремих операціях значно коротший порівняно з документообігом по розрахунках обох підприємств до M&A; поліпшене адміністрування господарських процесів, тобто вища ефективність корпоративного управління	Загрози
Оптимізація штату управлінського апарату в межах єдиної ВІНК	
Монопольна позиція на вітчизняному ринку	
Можливості	Загрози
Нарощення видобування нафти й газу за рахунок розвідки нових покладів	Ускладненість оцінки економічного потенціалу підприємства внаслідок неможливості точного визначення потенціалу експлуатованих ПАТ «Укрнафта» покладів
Подовження експлуатації існуючих покладів за рахунок нарощення їх виробітку	Подальше підвищення рентних платежів за користування надрами з газовидобутку (у грудні 2014 року ставка видобутку до 5 км зросла удвічі, до 55%)
Зниження втрат при видобуванні й переробці нафти й газу	Кадрові конфлікти та високі відступні витрати управлінському персоналу підприємств унаслідок оптимізації кадрового складу єдиної ВІНК
Залучення додаткових фінансових ресурсів за рахунок збільшення статутного капіталу консолідованої структури й розміщення акцій через первинне розміщення (IPO)	Усунення незалежного топ-менеджменту підприємства і, як наслідок, низька ефективність корпоративного управління
Оптимізація оподаткування операцій по усьому виробничому ланцюгу, від видобування нафти й газу до реалізації виготовлених нафтопродуктів	Необхідність компенсації з боку ПАТ «ТФПК «Укртатнафта» \$100 млн. за можливим програвшем по апеляції до Міжнародного арбітражного суду за позовом ПАТ «Татнафта»
підвищення якості корпоративного управління (управління розміром TSR дозволить ВІНК в перспективі відкрити доступ до міжнародного ринку IPO й здешевити майбутні облігаційні розміщення)	
Подальше вилучення згідно з судовими рішеннями 7–8 млрд. куб. м газу, що належить ПАТ «Укрнафта», з газосховищ ПАТ «НАК «Нафтогаз України» з можливістю подальшої їх реалізації на ринку [20, с. 306]	
Зниження купівельної спроможності вітчизняних хімічних заводів унаслідок подальшого загострення економічної кризи або політичних відносин між Україною та Російською Федерацією, що обумовить зростання попиту на дешевшу газову продукцію ВІНК	

Зіставлення найбільших можливостей та загроз діяльності консолідованої ВІНК за умови поточної нерозвиненості вітчизняного фінансового ринку дозволяє зробити висновок про низьку ймовірність підвищення її ринкової капіталізації в середньостроковій перспективі після M&A. Основною причиною цього слід вважати фактичну тривалу кооперацію обох підприємств, що говорить про реальну задіяність більшості позитивних ефектів, приведених у табл. 3.

Висновки

Отже, проведене дослідження дозволило сформулювати висновки:

1) недоцільності застосування зворотного викупу та M&A як методів управління вартістю вітчизняних підприємств в умовах глибокої кризи локальної економіки і нерозвиненості фінансового ринку. Однак у середньостроковій перспективі ці доволі поширені у світовій практиці методи (і їхні переваги) можуть виявитися ефективним інструментом системи VBM підприємств, у тому числі нафтопереробного сектору України;

2) визначено механізми впливу кожного з обох методів на динаміку вартості підприємства, в тому числі і через залучення позикових ресурсів (LBO);

3) складена на рисунку типологія мотивів M&A дозволила оцінити вплив кожного з них на вартість підприємства у хронологічному діапазоні; водночас аналіз фахових джерел виявив лише 17% випадків успішного досвіду M&A з формування додаткової вартості консолідованої структури в середньостроковому інтервалі;

4) нині вітчизняні нафтопереробні підприємства в силу тривалої кризи не мають вільних фінансових ресурсів щодо реалізації M&A; розгляд єдиного можливого варіанту – утворення ВІНК на базі ПАТ «ТФПК «Укртатнафта» і ПАТ «Укрнафта» – дозволив визначити фінансовий механізм його реалізації, однак проведений SWOT-аналіз засвідчив нездатність консолідованої структури щодо генерування додаткової вартості.

Список використаних джерел

1. Заворотній Р.І. Забезпечення діяльності нафтопереробних підприємств України в умовах ринкових трансформацій // Проблеми і перспективи розвитку фінансової системи України в умовах формування нового світового фінансово-економічного порядку: матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Полтава, 1–6 жовт. 2014 р.). – Полтава: ПУЕТ, 2014. – 169 с. – С. 82. – [Електрон. джерело] – Режим доступу: http://www.fin_politic.puet.edu.ua/files/mconf2014.pdf
2. Chatterjee C. (2012). Financial Restructuring through Share Buybacks in India // LAMBERT Academic Publishing: Saarbrücken, Germany. – 164 p.
3. Leong D. (2014). Share Buybacks Galore // Focus-M, 1–7 November. – [Електрон. джерело] – Режим доступу: <http://www.pwc.com/my/en/assets/press/141101-focus-msia-share-buyback-windfall.pdf>
4. Vermaelen T. (1984). «Repurchase Tender Offers, Signaling and Managerial Incentives», Journal of Financial and Quantitative Analysis. – P. 163. – [Електрон. джерело] – Режим доступу: http://www.researchgate.net/publication/227346316_Repurchase_Tender_Offers_Signaling_and_Managerial_Incentives
5. Klein A. & Rosenfeld J. (1998). «The Impact of Targeted Share Repurchase on the Wealth of Non-participating Shareholders», Journal

of Financial Research. – P. 89. – [Електрон. джерело] – Режим доступу: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1475-6803.1988.tb00071.x/pdf>

6. Mikkelsen W.H. & Ruback R.S. (1991). Targeted Repurchases and Common Stock Returns, Rand Journal of Economics. – P. 544. – [Електрон. джерело] – Режим доступу: <http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/49233/targetedrepurcha00mikk.pdf?sequence=1>

7. Comment R. & Jarrell G. (1991). «The Relative Signaling Power of Dutch-auction and Fixed-price Self Tender Offers and Open-market Share Repurchases», Journal of Finance. – Pp. 1243–1271. – [Електрон. джерело] – Режим доступу: http://schwert.ssb.rochester.edu/f423/JF91_CJ.pdf

8. Bartov E. (1991). Open Market Stock Repurchases as Signals for Earnings and Risk Changes, Journal of Accounting and Economics. – [Електрон. джерело] – Режим доступу: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/016541019190015G>

9. Bagwell, L. (1992). Dutch Auction Repurchases: An Analysis of Shareholder Heterogeneity, Journal of Finance, Vol. 47. – P. 71–105. – [Електрон. джерело] – Режим доступу: https://www.unibas.ch/fileadmin/www/redaktion/Summer_School/2012/YERMACK_David/Shareholder_Value/Bagwell_JF_1992.pdf

10. Ikenberry, D., Lakonishok, J. & Vermaelen, T. (1995). «Market Underreaction to Open Market Share Repurchases», Journal of Financial Economics, Vol. 39. – Pp. 181–208. – [Електрон. джерело] – Режим доступу: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.196.8147&rep=rep1&type=pdf>

11. Білик М.Д. Фінансовий аналіз / М.Д. Білик, О.В. Павловська, Н.Ю. Невмержицька. – К.: КНЕУ, 2005. – 592 с.

12. Saigol, L. Share buybacks or M&A: what to do with extra cash / L. Saigol // Financial Times, 28.09.2014. – [Електрон. джерело] – Режим доступу: <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/b90e7044-caf5-11d4-bf36-00144feab49a.html#axzz3V4DfkMZj>

13. Amendments to SEBI (Buy back of Securities) Regulations // Securities and Exchange Board of India, 2012. – [Електрон. джерело] – Режим доступу: http://www.sebi.gov.in/cms/sebi_data/boardmeeting/1373430822542-a.pdf

14. Hertz M.G. (1991). The Effects of Stock Repurchases on Rival Companies, Journal of Finance. – P. 707. – [Електрон. джерело] – Режим доступу: <http://www.jstor.org/discover/10.2307/2328843?sid=21106276301233&uid=3739232&uid=2&uid=4>

15. Jolls, C. (1998). «Stock Repurchases and Incentive Compensation», NBER working paper No. 6467, Cambridge, UK. – [Електрон. джерело] – Режим доступу: <http://www.nber.org/papers/w6467.pdf>

16. Grullon G. & Michaely, R. (2004). The Information Content of Share Repurchase Programs, Journal of Finance, Vol. 59. – P. 651–680. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2004.00645.x/pdf>

17. Eberhart A.C. & Siddique A.R. (2004). Why are Stock Buyback Announcements Good News?, AFA Philadelphia Meetings Paper. – [Електрон. джерело] – Режим доступу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=647843

18. Заворотній Р.І. Залучений капітал у фінансуванні житлового будівництва: дис. ... канд. екон. наук: 08.00.08 / Р.І. Заворотній ; ДВНЗ «Київський нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана». – К., 2009. – 242 с. – [Електрон. джерело] – Режим доступу: <http://ir.kneu.edu.ua/8080/handle/2010/94>

19. Marks M. & Mirvis P. (2010). *Joining Forces: Making One Plus One Equal Three in Mergers, Acquisitions*, N-Y.: Wiley, USA. – 368 p.

20. Заворотній Р.І. Новітні важелі стратегічного управління вартістю вітчизняних корпорацій з державними активами / Інновації у фінансовій сфері: Монографія // В.М. Опарін, Т.В. Паєнко, В.М.

Федосов та ін.; за заг. ред. В.М. Опаріна. – К.: КНЕУ, 2013. – С. 288–316. – 444 с.

21. ПАТ «Укрнафта»: річний звіт 2010 р. // ПАТ «Укрнафта». – С. 6. – [Електрон. джерело] – Режим доступу: <http://www.ukrnapta.com/upload/ukrnapta/content/26/Ukrnapta-AnnualReport-2010.pdf>

О.Г. ЧЕРЕП,
к.е.н., професор,
В.В. МЕРЕНКОВА,
Запорізький національний університет

Методи дослідження ефективності маркетингових досліджень

У статті розглянуто основні існуючі методи маркетингових досліджень. Проаналізовано особливості кожного з приведених методів. Представлено ряд найбільш популярних маркетингових досліджень для підприємств. Розглянуто поняття маркетингу та поняття методів маркетингових досліджень та внесено авторське вираження сутності поняття «маркетингові дослідження».

Ключові слова: маркетингові дослідження, кількісні і якісні дослідження, ринок, опитування, споживач, маркетолог, інформація.

А.Г. ЧЕРЕП,
к.э.н., профессор,
В.В. МЕРЕНКОВА,
Запорожский национальный университет

Методы исследования эффективности маркетинговых исследований

В статье рассмотрены основные существующие методы маркетинговых исследований. Проанализированы особенности каждого из приведенных методов. Представлен ряд наиболее популярных маркетинговых исследований для предприятий. Рассмотрены понятия маркетинга и понятие методов маркетинговых исследований и представлено авторское выражение сути понятия «маркетинговые исследования».

Ключевые слова: маркетинговые исследования, количественные и качественные исследования, рынок, опросы, потребитель, маркетолог, информация.

O.G. CHEREP,
Ph.D., professor,
V.V. MYERYENKOVA,
Zaporizhzhya National University

Methods of effectiveness research marketynovyh

The article reviews the main existing methods of market research. The features of each of the resulted methods. Presents some of the most popular market research for businesses. The concept of marketing concept and methods of marketing research and author's expression of the essence of the concept of «market research».

Keywords: marketing research, quantitative and qualitative search, market surveys, consumer marketing information.

Постановка проблеми. Для забезпечення конкурентоспроможності на ринку збуту підприємствам необхідно володіти новою інформацією, для чого вони застосовують маркетингові дослідження. Кожне підприємство має свій індивідуальний підхід до маркетингу, також усі підприємці згодні з тим, що маркетинг є необхідною складовою вивчення та аналізу ринку. На основі маркетингових досліджень підприємства мають змогу оцінити ринок збуту, мають можливість представляти свої товари і послуги в умовах конкуренції. Розробляти нові інноваційні продукти, розширювати можливості підприємства по виготовленню товарів та послуг.

Аналіз досліджень та публікацій з проблеми. Загальним проблемам маркетингових досліджень присвячена велика кількість публікацій вітчизняних та зарубіжних науковців. Можна виділити таких, як І.Л. Акулич [7], А.В. Войчак [2], Є.П. Голубков [8], Т.О. Примак [6], А.Ф. Павленко [2] та ін.

Оскільки не так давно це питання стало актуальним у вітчизняній економіці та існує ще багато питань щодо практичного застосування маркетингових досліджень у практиці

українського підприємництва, це питання потребує додаткових вивчень та досліджень.

Метою статті є вивчення та аналіз існуючих моделей маркетингових досліджень на підприємствах, ознайомлення з особливостями та характеристиками кожного методу.

У нашій країні маркетинг довгий час був лише предметом теоретичного вивчення вчених-економістів та був явищем чужим вітчизняній економіці. Але з початком великих реформ в економіці в умовах конкуренції українських виробників між собою та із зарубіжними виробниками, які прийшли на ринок з маркетинговими програмами, швидко виявилася гостра необхідність застосування принципів маркетингу. В умовах ринкової конкуренції підприємства проводять маркетингові дослідження. Найчастішою проблемою підприємств України у дослідженнях ринку збуту є консервативний підхід до маркетингових досліджень, тобто підприємства користуються одним, або двома методами дослідження, ігноруючи інші існуючі. Доцільно дослідити і розкрити найпоширеніші види маркетингових досліджень.