

ОЦІНЮВАННЯ ПРИВАБЛИВОСТІ ПАКЕТІВ КОРПОРАТИВНИХ ПРАВ ПІД ЧАС ТРАНСФОРМАЦІЇ ПАРАМЕТРІВ РОЗПОДІЛУ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЮ В ГОСПОДАРЬКОМУ ТОВАРИСТВІ

© 2018 КРУТОВА А. С., СЕРДЮКОВ К. Г.

УДК 658.52:38.24

Крутова А. С., Сердюков К. Г.

Оцінювання привабливості пакетів корпоративних прав під час трансформації параметрів розподілу корпоративного контролю в господарському товаристві

Особливістю корпоративної форми організації ведення бізнесу є наявність декількох власників пакетів корпоративних прав, кожен з яких має власне бачення щодо перспектив та орієнтирів розвитку господарського товариства. Висунуто гіпотезу щодо залежності привабливості пакета корпоративних прав від параметрів розподілу корпоративного контролю в господарському товаристві. В рамках реалізації означеної гіпотези запропоновано використання двох наборів показників, які характеризують, по-перше, ефективність діяльності господарського товариства та, по-друге, ступінь зрілості механізму реалізації корпоративного контролю. При цьому передбачається незалежність першої групи показників від особливостей реалізації корпоративного контролю. Водночас запропоновано процес оцінювання за другою групою показників диференціювати залежно від наявності чи відсутності дій щодо трансформації корпоративного контролю. В основу оцінювання покладено теорію нечітких множин і формування ієрархічного логічного висновку засобами програмного середовища FuzzyTech. При цьому запропоновано формувати різні набори правил для стратегічних і портфельних інвесторів.

Ключові слова: корпоративний контроль, привабливість пакетів корпоративних прав, господарське товариство, нечіткий логічний висновок.

Рис.: 4. **Табл.:** 3. **Бібл.:** 16.

Крутова Анжеліка Сергіївна – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів, Харківський державний університет харчування та торгівлі (вул. Клочківська, 333, Харків, 61051, Україна)

E-mail: ankrutova@ukr.net

Сердюков Костянтин Георгійович – кандидат економічних наук, доцент, директор, Харківський інститут фінансів Київського національного торговельно-економічного університету (пров. Плетньовський, 5, Харків, 61003, Україна)

E-mail: koges@ukr.net

УДК 658.52:38.24

UDC 658.52:38.24

Крутова А. С., Сердюков К. Г. Оценивание привлекательности пакетов корпоративных прав при трансформации параметров распределения пакетов корпоративных прав в хозяйственном обществе

Особенностью корпоративной формы организации ведения бизнеса является наличие нескольких владельцев пакетов корпоративных прав, каждый из которых имеет собственное видение перспектив и ориентиров развития хозяйственного общества. Ориентация на такую ситуацию позволила выдвинуть гипотезу о зависимости привлекательности пакета корпоративных прав от параметров распределения корпоративного контроля в хозяйственном обществе. В рамках реализации указанной гипотезы предложено использование двух наборов показателей, характеризующих, во-первых, эффективность деятельности хозяйственного общества и, во-вторых, уровень зрелости механизма реализации корпоративного контроля. При этом предполагается независимость первой группы показателей от особенностей реализации корпоративного контроля. Одновременно предложен процесс оценивания по второй группе показателей дифференцировать в зависимости от наличия или отсутствия операций по трансформации корпоративного контроля. В основу оценки положены теория нечетких множеств и формирования иерархического логического вывода средствами программной среды FuzzyTech. При этом предложено формировать различные наборы правил для стратегических и портфельных инвесторов.

Ключевые слова: корпоративный контроль, привлекательность пакетов корпоративных прав, хозяйственное общество, нечеткий логический вывод.

Рис.: 4. **Табл.:** 3. **Библ.:** 16.

Krutova A. S., Serdyukov K. H. Assessing Attractiveness of Packages of Profit Participation Rights at Transforming the Parameters for Distribution of Packages of Profit Participation Rights in a Business Entity

The peculiarity of the corporate form of business management is the presence of several owners of packages of profit participation rights, each of which has its own vision of the prospects and guidelines for the development of the business entity. Orientation to this situation made it possible to put forward a hypothesis about the dependence of attractiveness of a package of profit participation rights on the parameters for distributing corporate control in an business entity. Within the framework of this hypothesis, there proposed two sets of indicators that characterize, first, the efficiency of business activity and, secondly, the level of maturity of the mechanism for implementing corporate control. In this case, the independence of the first group of indicators from the specifics of the implementation of corporate control is expected. At the same time, it is proposed to differentiate the assessment process for the second group of indicators depending on the presence or absence of transactions for the transformation of corporate control. The assessment is based on the theory of fuzzy sets and the formation of hierarchical inference using the FuzzyTech software environment. At the same time, it is suggested to form various sets of rules for strategic and portfolio investors.

Keywords: corporate control, attractiveness of packages of profit participation rights, business entity, fuzzy inference.

Fig.: 4. **Tbl.:** 3. **Bibl.:** 16.

Krutova Angelika S. – Doctor of Sciences (Economics), Professor, Head of the Department of Finance, Kharkiv State University of Food Technology and Trade (333 Klochkivska Str., Kharkiv, 61051, Ukraine)

E-mail: ankrutova@ukr.net

Крутова Анжеліка Сергеевна – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів, Харківський державний університет питань і торгівлі (ул. Ключовська, 333, Харків, 61051, Україна)

E-mail: ankrutova@ukr.net

Сердюков Константин Георгиевич – кандидат економічних наук, доцент, директор, Харківський інститут фінансів Київського національного торговельно-економічного університету (пер. Плетневський, 5, Харків, 61003, Україна)

E-mail: koges@ukr.net

Serdyukov Konstantin H. – Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor, Director, Kharkiv Institute of Finance of the Kyiv National University of Trade and Economics (5 Pletnovskiy Lane, Kharkov, 61003, Ukraine)

E-mail: koges@ukr.net

Вступ. Управління будь-яким господарським товариством стикається з численною кількістю проблем і рішень, що мають прийматися менеджментом товариства та зовнішніми щодо нього стейкхолдерами. В класичному варіанті такі рішення можуть мати оперативний та стратегічний характер. І якщо оперативні рішення відносяться до зони уваги менеджменту товариства, то вироблення стратегічних рішень тісно пов'язується з інтересами власників корпоративних прав і їх бажанням залучатися до оперативного управління. При цьому відповідно до поширеної зараз теорії зацікавлених сторін формувати стратегічні рішення необхідно з урахуванням інтересів не лише власників корпоративних прав, а доволі широкого переліку стейкхолдерів. Більш того, навіть оперативне управління господарським товариством в кінцевому випадку орієнтується на гармонізовані інтереси стратегічних стейкхолдерів (зрозуміло, в рамках доволі відомої проблеми розбіжностей типу «принципал-агент»).

Ефективність подібної гармонізації інтересів значною мірою залежить від параметрів розподілу та реалізації корпоративного контролю в господарському товаристві. При цьому слід враховувати, що стан і рівень узгодженості інтересів стейкхолдерів не є постійною величиною з огляду на можливість трансформації корпоративного контролю. Така трансформація може спричинятися внутрішніми (в рамках, наприклад, зміни прийнятою учасниками корпоративних відносин лінії поведінки щодо інтересів один одного) та зовнішніми (через, наприклад, відчуження корпоративних прав та операції злиття й поглинання) факторами. Відповідно актуальним стає питання оцінювання впливу рівня узгодженості інтересів стейкхолдерів на ефективність діяльності господарського товариства, що в межах єдиного методичного підходу може трактуватися як оцінювання привабливості товариства в цілому чи його частини уособленої певним пакетом корпоративних прав. Подібне оцінювання привабливості може постати в нагоді не лише в рамках певних інвестиційних процесів. Результати оцінювання можуть бути використані під час визначення орієнтирів діяльності товариства як один з індикаторів його ефективності чи при перегляді параметрів виробленої стратегії.

Постановка проблеми й аналіз останніх досліджень. Існує доволі широкий пласт досліджень, орієнтованих на оцінювання інвестиційної привабливості акцій або акціонерних товариств із публічним розміщенням акцій. Це розробки таких авторів, як Б. А. Смолін [14] (запропоновано підхід до оцінювання контрагентів для тех-

нологічного співробітництва), Т. В. Момот [7] (досліджено етапи та підходи до оцінки привабливості), С. О. Ішук зі співавторами [5] (розглянуто специфічні для регіонів ризики інвестування та висвітлено їх вплив на привабливість суб'єктів господарювання регіону), О. В. Чернецька [16] (висвітлено перелік індикаторів привабливості у їх взаємозв'язку з інтересами інформаційних суб'єктів) та Ю. Г. Лисенко зі співавторами [15] (окреслено підхід до визначення ефективності вкладання в акції). Водночас інвестування є лише одним із напрямків, що вимагає оцінки привабливості господарського товариства. Тут слід орієнтуватися на зроблений Д. А. Єдновецьким [1] наголос на потребі оцінювати інвестиційну привабливість не лише емітентів цінних паперів, а й інших видів господарських товариств, оскільки трансформація корпоративного контролю відбувається на основі операцій злиття чи у разі венчурного інвестування.

Відразу зазначимо, що дослідники все ж таки, як правило, оперують поняттям інвестиційної привабливості, під якою розуміють «задоволення вимог інвестора» [7, с. 57], «узагальнену оцінку переваг і недоліків інвестування з боку конкретного інвестора» [2, с. 393], «наявність ефекту від вкладання в акції» [15, с. 29] тощо. Якщо орієнтуватися на перелічені визначення інвестиційної привабливості для товариств з публічним розміщенням акцій та прийняти означені вище пропозиції Д. А. Єдновецького [1], то підхід до оцінювання привабливості пакетів корпоративних прав слід розширити й на оцінювання привабливості всіх видів господарських товариств. Ця пропозиція бачиться особливо цінною з огляду на набуття чинності з 2018 року Закону України № 2210 [3], згідно з яким акціонерні товариства, які прямо не заявили про свою публічність, розглядаються як приватні.

Тут слід звернути увагу, що для публічних акціонерних товариств існує дієвий інструментарій оцінювання вартості пакетів корпоративних прав. Для товариств із обмеженою відповідальністю на теперішній час подібні інструменти потребують певного доопрацювання. При цьому слід звернути увагу, що в п. 8 ст. 24 нового Закону України «Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю» [4] (набуває чинності з 17.06.2018 р.) говориться, що «вартість частки учасника визначається виходячи з ринкової вартості всіх часток учасника товариства пропорційно до розміру частки такого учасника». Відповідно й оцінювати вартість чи привабливість пакета корпоративних прав слід з огляду на внесок у параметри реалізації корпоративного контролю, які надає володіння

цим пакетом корпоративних прав (як окремо за оцінюваною часткою, так і з огляду на наявність у потенційного власника корпоративних прав інших пакетів корпоративних прав цього господарського товариства чи внеску в пакети корпоративних прав конкурентів). Звернемо увагу на обмежену практику коригування результатів оцінювання на параметри розподілу корпоративного контролю. Так, наприклад, оцінювання вартості цілісних майнових комплексів [9] згідно з Порядком визначення вартості пакетів акцій [8] передбачає врахування розміру частки пакетів акцій у рамках так званого коефіцієнта властивості. Водночас, по-перше, такий підхід може застосовуватися лише стосовно акції, що пропонується для конкурентного продажу. По-друге, цей підхід не передбачає врахування наявності чи відсутності прагнення інвестора управління товариством.

Саме тому акцент слід робити не на вартості пакета корпоративних прав, а на привабливості пакета з боку реалізації інтересів інвестора. Йдеться про обмеженість підходу до визначення ринкової чи біржової вартості господарського товариства методами, наприклад, фундаментального аналізу. Слід обов'язково враховувати тип інвестора (тобто, наприклад, відсутність бажання на участь в управлінні з орієнтацією лише на витягання додаткових прибутків). Зрозуміло, що інвестиційна привабливість акціонерного товариства залежить від цілей суб'єкта інвестування та його очікувань щодо перспектив розвитку товариства чи взаємодії з ним. У наявних розробках досліджуються подібні розбіжності в розрізі прийняття рішень стратегічними та портфельними інвесторами. Приклад опису таких розбіжностей міститься в дослідженні [13, с. 207–215], де пропонуються використовувати різні показники оцінки інвестиційної привабливості для кожного з означених типів інвесторів. У той же час згадані у [13] розробки орієнтуються на відкриту купівлю акцій. З огляду на прийняття означеного вище Закону [3] для умов товариства з обмеженою відповідальністю чи приватного акціонерного товариства втрачають актуальність такі показники оцінювання інвестиційної привабливості підприємства, як «прибуток

на акцію», «грошовий потік на акцію» або «ставка прибутковості акціонерного капіталу», що потребує подальших досліджень у напрямку удосконалення наявного інструментарію оцінювання привабливості господарського товариства.

Метою статті є розробка методичного підходу до оцінювання привабливості пакетів корпоративних прав господарського товариства, орієнтованого на врахування параметрів розподілу та напрямків можливої трансформації корпоративного контролю.

Виклад основного матеріалу дослідження. В основу реалізації мети статті пропонується покласти авторську гіпотезу щодо впливу параметрів розподілу корпоративного контролю на привабливість пакетів корпоративних прав. Реалізація цієї гіпотези передбачає формування двох напрямків оцінювання параметрів діяльності господарського товариства, співвіднесення яких свідчитиме про доведеність гіпотези. Перший з цих напрямків визначатиме вартість господарського товариства, а другий – характеризуватиме параметри розподілу та реалізації корпоративного контролю в товаристві. Подібний підхід застосовується Є.В. Маслюковою [6], яка пропонує при оцінюванні вартості цінного папера співвідносити його інвестиційну якість з управлінськими можливостями. Але цей автор не надає інструментарію для подібного співвіднесення.

Отже, спочатку розглянемо першу групу показників, що відображає ефективність діяльності товариства та параметри оцінки його ринкової вартості. Вважатимемо отриману на основі оцінювання привабливості товариства чи пакетів його корпоративних прав за базову, оскільки при відборі показників передбачена їх незалежність від особливостей реалізації корпоративного контролю. Окрім того, у випадку цього дослідження наведемо варіант експрес-оцінювання привабливості, який може бути розширено в рамках адаптації до конкретного господарського товариства. Відповідний склад показників ($\{X_i\}$) разом з логікою їх включення до оцінювання привабливості господарського товариства наведено у табл. 1.

Таблиця 1

Показники оцінювання базової частини привабливості пакетів корпоративних прав і господарського товариства в цілому

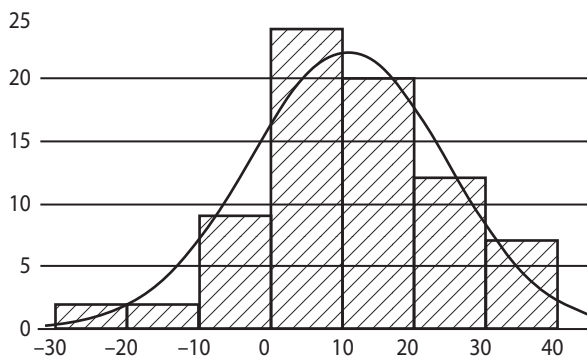
Показник для оцінювання	Особливості включення показника в модель	Лінгвістична змінна	Гіпотеза щодо впливу на рівень привабливості товариства
1	2	3	4
$X_{Profit} (X_{PBK})$ – рентабельність власного капіталу господарського товариства	Визначається з використанням трапецієвидної функції приналежності з огляду на середній за галузю рівень рентабельності або рентабельність набору конкурентів	Низька (Low) Середня (Middle) Висока (High)	Більш привабливими є товариство з рентабельністю, яка перевищує середню для певної галузі діяльності, оскільки генеруватиметься більша норма прибутку на вкладений капітал
$X_{FinInd} (X_{FOH})$ – рівень фінансової незалежності господарського товариства	На основі трапецієвидної функції та показника фінансової автономії з поданням терму «середній» на рівні нормативного (книжного) значення	Залежність Середній рівень Автономність	Більш висока фінансова незалежність розширює перелік варіантів оптимізації структури капіталу товариства та збільшує кількість стратегічних альтернатив
$X_{Efficiency} (X_{EBP})$ – ефективність використання ресурсів товариства	Побудовано як трикутна функція приналежності з передбаченням порівняння з точкою беззбитковості та середнім для обраної галузі виходом продукції з гривні витрат	Збитковість Помірність Ефективність	Більш привабливим буде підприємство з високим рівнем операційної ефективності. У цьому випадку може використовуватися будь-який показник оцінки ділової активності товариства

1	2	3	4
$X_{Fond}(X_{ФНД})$ – ефективність використання необоротних активів товариства	Будується як трапецевидна функція для показників фондвіддачі або рентабельності основних фондів з орієнтацією на середні для галузі значення показника	Низька (Low) Середня (Middle) Висока (High)	Більш привабливим буде товариство з більшою фондвіддачею, яка має коригуватися на рівень зносу основних засобів у рамках окремого інтегрального (таксономічного) показника

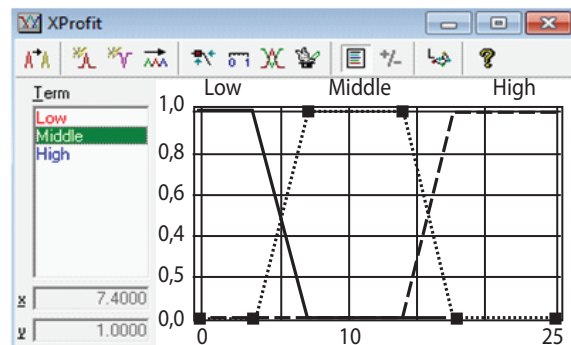
Оскільки оцінка привабливості певною мірою є суб'єктивним процесом, пропонується її формалізація за допомогою інструментарію нечіткого логічного висновку. Доречність використання інструментарію нечітких множин базується на твердженні Н. Н. Погостінської [12] щодо неадитивності (неможливості отримувати інтегральне значення додаванням складових індикаторів) та латентного характеру (недостатності застосування лише одного показника для оцінювання) інвестиційної привабливості.

Звернемо увагу на існування різних підходів до опису функцій приналежності обраних показників. Так, для показника рентабельності власного капіталу ($X_{РВК}$) доречним є застосування підходу А. О. Недосекіна та С. М. Фролова

[10], що ґрунтується на побудові гістограм розподілу та формуванні трапецевидної функції приналежності. Вузлова точка визначається на основі співвіднесення середнього значення (\bar{x}) та середньоквадратичного відхилення (σ). За цього підходу серединна функція приналежності описується за допомогою такого представлення: $[\bar{x} - \sigma; \bar{x} - 0,5 \times \sigma; \bar{x} + 0,5 \times \sigma; \bar{x} + \sigma]$. Визначення цього показника за допомогою лінгвістичних змінних у середовищі FuzzyTech наведено на рис. 1. Підґрунтям для розрахунку вузлових точок став розрахунок значення $X_{РВК}$ для 78 товариств, наведених на сайті Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України (у цьому випадку визначення змінної базувалося на середньому значенні $X_{РВК}$ у 10,8 та $\sigma = 6,8$).



а) гістограма розподілу значень показника рентабельності власного капіталу



б) представлення показника ($X_{РВК}$) у вигляді лінгвістичної змінної в програмі FuzzyTech

Рис. 1. Обґрунтування вибору функції приналежності для обраного показника

Функції приналежності решти показників з табл. 1 наведено на рис. 2. Показник оцінки ефективності використання фондів ($X_{ФНД}$) розраховується за означенням на рис. 1 підходом. Для показника ефективності використання ресурсів ($X_{ЕВР}$) використано трикутну функцію приналежності з середнім значенням на рівні середнього для всіх галузей промисловості показника (за даними Державного комітету статистики України, у 2017 році чистий дохід від реалізації усіх видів продукції становив 1,21 трлн грн, а її собівартість – 5,13 трлн грн; відповідно середнє значення $X_{ЕВР}$ дорівнює 1,21). Окрім означених у табл. 1 показників, пропонується окреме введення показника «сприйняття вартості товариства стейкхолдером» (X_{Value} або $X_{СВР}$) з термами функції приналежності {*незначна, помірна, важлива*}. Цей показник пропонується розраховувати на основі означеного у [9] витратного підходу (у млн грн) і використовувати не стільки для оцінки привабливості, скільки для визначення рівня зацікавленості суб'єкта оцінювання в товаристві чи пакеті корпоративних прав. Цей показник за

своєю логікою відповідає показнику спреда акцій та також наведений на рис. 2.

Друга група пропонованих показників оцінки привабливості тісно пов'язана з особливостями реалізації корпоративного контролю в господарському товаристві. Саме ця група показників відповідає авторській гіпотезі щодо впливу параметрів розподілу корпоративного контролю на привабливість пакета корпоративних прав. Тут нами пропонується в процесі оцінювання привабливості додатково враховувати стратегію розподілу корпоративного контролю. Ця пропозиція певною мірою розвиває підхід О. Є. Попова зі співавторами [13], якими запропоновано врахування різних стратегій власників корпоративних прав щодо провадження корпоративного контролю (ці автори цілком слушно розподіляють такі стратегії на «стратегії ініціатора» та «стратегії реагуючої групи акціонерів»), але не означено можливість кількісного оцінювання впливу обраних стратегій на привабливість акціонерного товариства чи його акцій.

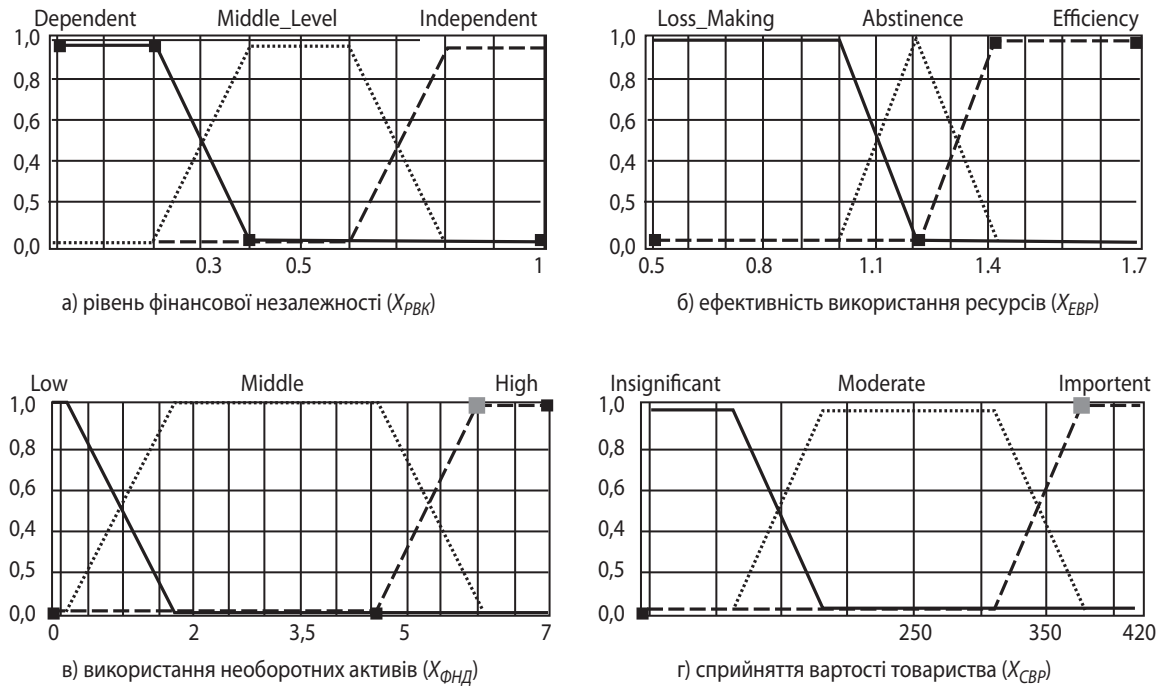


Рис. 2. Формалізація лінгвістичних змінних для відібраних показників у програмному середовищі FuzzyTech

Отже, нами пропонується коригувати базову оцінку привабливості пакетів корпоративних прав господарського товариства, отриману за допомогою означених у табл. 1 показників, на параметри розподілу та реалізації корпоративного контролю. Відразу зазначимо, що привабливість завжди має оцінюватися з огляду на інтереси суб'єкта оцінювання. Так, наприклад, з точки зору реалізації мети ворожого поглинання конкурента падіння показників ефективності його діяльності може навіть збільшувати показник привабливості. Але оскільки розгляд таких крайніх випадків бачиться недоречним, то пропонуємо орієнтуватися на типи рішень, які приймаються суб'єктом оцінювання. Такі рішення можуть передбачати визначення напрямків удосконалення параметрів розподілу контролю з точки зору підвищення показників привабливості господарського товариства в цілому або розглядатися з точки зору перерозподілу корпоративного контролю.

Відповідні до означених типів рішень показники ($\{Y\}$) наведені у табл. 2. З неї видно, що перший набір показників відповідає оцінюванню поточного рівня привабливості господарського товариства в цілому. Другий набір показників орієнтовано на ситуацію перегляду параметрів розподілу корпоративного контролю або оцінювання привабливості частини корпоративних прав. Для провадження оцінки передбачаються однакові за назвою показники з незначною адаптацією підходу до їх розрахунку. При цьому у кожному разі в основу визначення показника покладено нечітке моделювання та формування відповідної лінгвістичної змінної (за аналогією до означених у табл. 1 базових показників).

Далі скористаємося пропозиціями А. А. Пилипенко та А. О. Литвиненко [11, с. 143–151] щодо опису термів лінгвістичних змінних, але з їх адаптацією щодо запропо-

нованих наборів показників оцінювання привабливості. Опис функцій приналежності для показників з табл. 1 та табл. 2 наведено у табл. 3. Зауважимо на однаковості функцій приналежності для двох груп наведених у табл. 2 показників і на розбіжності в інтерпретації їх впливу на остаточну оцінку привабливості пакетів корпоративних прав господарського товариства.

В основу отримання оцінки рівня привабливості пакетів корпоративних прав чи господарського товариства в цілому покладемо процедуру ієрархічного нечіткого висновку. Відповідну ієрархію, виконану за допомогою програмного середовища FuzzyTech, наведено на рис. 3. Безпосередньо до рис. 3 додано авторські коментарі щодо особливостей формування нечіткого висновку.

Основа поданої на рис. 3 ієрархії становить процедура визначення системи правил отримання інтегральних значень показників ($\{Z\}$). Тобто в основу визначення привабливості покладено відображення базових показників на інтегральні ($Y: X \rightarrow Z$). За реалізацію зазначеного відображення відповідають блоки правил отримання інтегрального значення: базових показників (розрахунок Z_{Base} за допомогою блоку «Rule_for_base»); характеристик розподілу корпоративного контролю (розрахунок $Z_{Control}$ за допомогою блоку «Rule_for_control»); інтегральної оцінки привабливості (розрахунок $Z_{Attraction}$ за допомогою блоку «Rule_for_Attraction»).

Структурне наповнення означених на рис. 3 блоків правил розрізнятиметься для стратегічного, портфельного та венчурного інвесторів (або учасників товариств з подібними стейкхолдерськими ролями). Відповідно відбудеться й диференціація поданої на рис. 4 площини формування нечіткого логічного висновку. Так, оскільки основу привабливості для портфельного інвестора (особи, яка відіграє

Таблиця 2

Обґрунтування складу показників оцінювання привабливості пакетів корпоративних прав господарського товариства

Умовне позначення та зміст напряму оцінювання параметрів розподілу корпоративного контролю у господарському товаристві	Зміст обраного для оцінювання показника		Необхідність введення певного напрямку для оцінювання, його характеристика й обґрунтування впливу на привабливість товариства
	В умовах поточних параметрів розподілу контролю (з точки зору поточного розподілу корпоративних прав)	За умови трансформації корпоративного контролю (з точки зору власника певного пакета прав)	
Y_{HARM} ($Y_{УЗГ}$) – узгодженість рішень в рамках існуючого розподілу структури корпоративних прав	Бальна оцінка рівня сформованості правил та процедур корпоративного співробітництва	Бальна оцінка можливості формування середовища подолання корпоративних конфліктів	Консолідація бачення та відсутність корпоративних конфліктів чи наявність процедур їх вирішення
Y_{CONS} ($Y_{КОНС}$) – здатність до утворення консолідованого бачення перспектив розвитку товариства	Рівень концентрації пакетів корпоративних прав у рамках спільного стратегічного бачення їх власників	Обсяг пакета прав з урахуванням розміру подальшої консолідації прав власності	Можливість отримання контрольного пакету чи консолідації зусиль власників позитивно впливає на привабливість
Y_{VAR} ($Y_{ВАР}$) – рівень розпорошеності (варіативності) розмірів пакетів корпоративних прав господарського товариства	Розраховується як коефіцієнт варіації часток внесків учасників господарського товариства в статутний капітал	Перспективна варіативність після провадження процедури трансформації корпоративного контролю	Співвідношення розпорошеності та варіативності для різних типів стейкхолдерів матиме різний вплив на оцінку привабливості
Y_{PART} ($Y_{УЧ}$) – частка учасників, які формують коаліційний (контрольний) пакет з огляду на розмір такого пакета	Частка учасників, які формують коаліційний пакет акцій в загальній кількості учасників	Можливість долучення до коаліції учасників з певною питомою вагою у їх загальному складі	Збільшення кількості учасників збільшує ризик перерозподілу контролю та має зворотний вплив на привабливість

Таблиця 3

Опис змінних моделі оцінювання привабливості пакетів корпоративних прав господарського товариства

Шифр змінної		Опис функції приналежності за означеними рівнями					
Шифр з табл. 1 та табл. 2	У середовищі FuzzyTech	Низький		Середній		Високий	
		Дорівнює 1	Спадає від 1 до 0	Зростає від 0 до 1	Дорівнює 1	Спадає від 0 до 1	Зростає від 0 до 1
<i>Показники оцінювання базової частини привабливості</i>							
$X_{РБК}$	X_{Profit}	0 – 3,9	3,9 – 7,4	3,9 – 7,4	7,4 – 14,2	14,2 – 17,6	14,2 – 17,6
$X_{РФН}$	X_{FinInd}	0 – 0,2	0,2 – 0,4	0,2 – 0,4	0,4 – 0,6	0,6 – 0,8	0,6 – 0,8
$X_{ЕВР}$	$X_{Efficienc}$	0 – 1	1 – 1,21	1 – 1,21	1,21	1,21 – 1,42	1,42 – 1,63
$X_{ФНД}$	X_{Fond}	0 – 0,2	0,2 – 1,7	0,2 – 1,7	1,7 – 4,6	4,6 – 6,0	4,6 – 6,0
<i>Елементи налаштування системи нечіткого логічного висновку</i>							
$X_{СВР}$	X_{Value}	0 – 115	115 – 180	115 – 180	180 – 311	311 – 377	311 – 377
<i>Оцінювання рівня сформованості механізму корпоративного контролю або визначення впливу параметрів трансформації розподілу корпоративного контролю</i>							
$Y_{УЗГ}$	Y_{HARM}	0 – 2	2 – 4	2 – 4	4 – 6	6 – 8	6 – 8
$Y_{КОНС}$	Y_{CONS}	0 – 5	5 – 20	10 – 25	25	25 – 75	51 – 75
$Y_{ВАР}$	Y_{VAR}	0 – 5	5 – 10	5 – 10	10 – 20	20 – 15	20 – 15
$Y_{УЧ}$	Y_{PART}	0 – 25	25 – 50	25 – 50	50	50 – 75	50 – 75

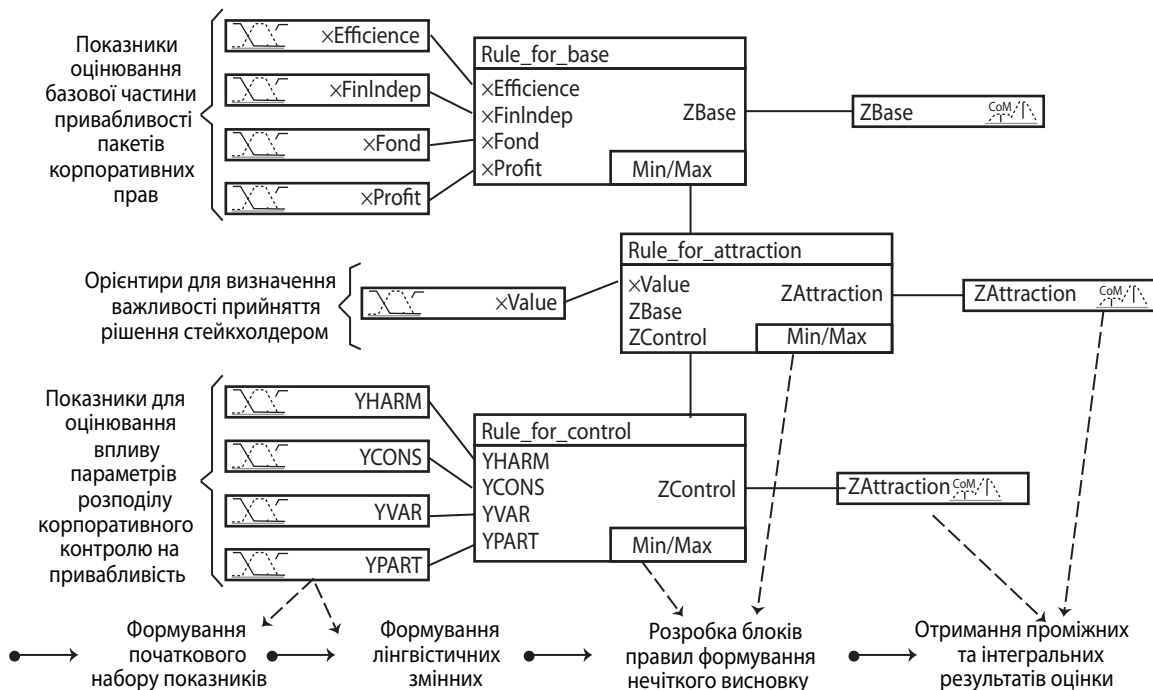


Рис. 3. Ієрархія нечіткого логічного висновку щодо оцінювання привабливості господарського товариства

цю роль у випадку товариства без публічного розміщення акцій) становить рівень прибутку на акцію та меншою мірою цікавить можливість управління товариством, то пріоритет у підсумковому нечіткому логічному висновку віддається показникам з табл. 1 та відсутності корпоративних конфліктів (вирішальний вплив віддається означеним у табл. 2 показникам $Y_{узг}$ та $Y_{конс}$).

Стратегічний інвестор навпаки орієнтується на відповідність орієнтирів роботи підприємства його економічним інтересам. Отже, оскільки стратегічний інвестор прагне впливати на вироблення рішень, то при визначенні правил отримання нечіткого логічного висновку встановлюється більша вага показників, що характеризують параметри розподілу корпоративного контролю (табл. 2), таким як: $Y_{конс}$ та $Y_{уч}$. Венчурних інвесторів цікавить вартість господарського товариства. Саме тому в системі правил передбачається рівнозначність впливу поданих у табл. 1 та табл. 2 показників, оскільки у цьому випадку головним є бажання ситуації збалансованості корпоративного контролю та узгодженості гармонізованих інтересів з орієнтирами діяльності товариства. Подібна система правил буде використовуватися й у разі проведення оцінювання привабливості менеджментом товариства задля, наприклад, визначення можливості проведення певних трансформацій у виробленій стратегії.

Висновки з цього дослідження. Таким чином, у статті запропоновано методичний підхід до оцінювання привабливості пакетів корпоративних прав господарського товариства під час трансформації параметрів реалізації та розподілу корпоративного контролю. Реалізація цього методичного підходу базується на п'яти етапах. На першому етапі абстрактно-логічним шляхом і з використанням монографічного методу дослідження формуються

два набори показників для оцінювання характеристик реалізації корпоративного контролю та ефективності діяльності господарського товариства. На другому етапі кожен з відібраних показників трансформується у відповідну лінгвістичну змінну, для термів якої задаються значення функції приналежності. Тут передбачається або використання гістограм розподілу значень для кількісних показників, або застосування експертного оцінювання для якісних. Третій етап розробленого методичного підходу передбачає розробку ієрархії нечіткого логічного висновку та її формалізацію засобами програмного середовища FuzzyTech.

Саме цей етап відповідає за доведеність авторської гіпотези щодо впливу параметрів розподілу корпоративного контролю на привабливість пакетів корпоративних прав. Безпосередньо оцінювання привабливості здійснюється на п'ятому етапі запропонованого методичного підходу на основі правил нечіткого логічного висновку, які задаються на четвертому етапі. Правила задаються експертним шляхом але з урахуванням типу й уявлень суб'єкта оцінювання. Відмінність авторських пропозицій у цьому випадку міститься у використанні двох наборів характеристик розподілу корпоративного контролю: поточної та отриманої в результаті його можливої трансформації. Тут слід зазначити, що описаний у статті перелік показників більше відповідає підходу до експрес-оцінювання привабливості господарського товариства чи пакетів його корпоративних прав. Відповідно розширення складу показників та їх адаптація до конкретного господарського товариства і становитимуть перспективи подальших досліджень. Також до перспектив подальших досліджень відноситься збільшення кількості рівнів запропонованої ієрархії та формування стратегічних матриць із використанням проміжних індикаторів.

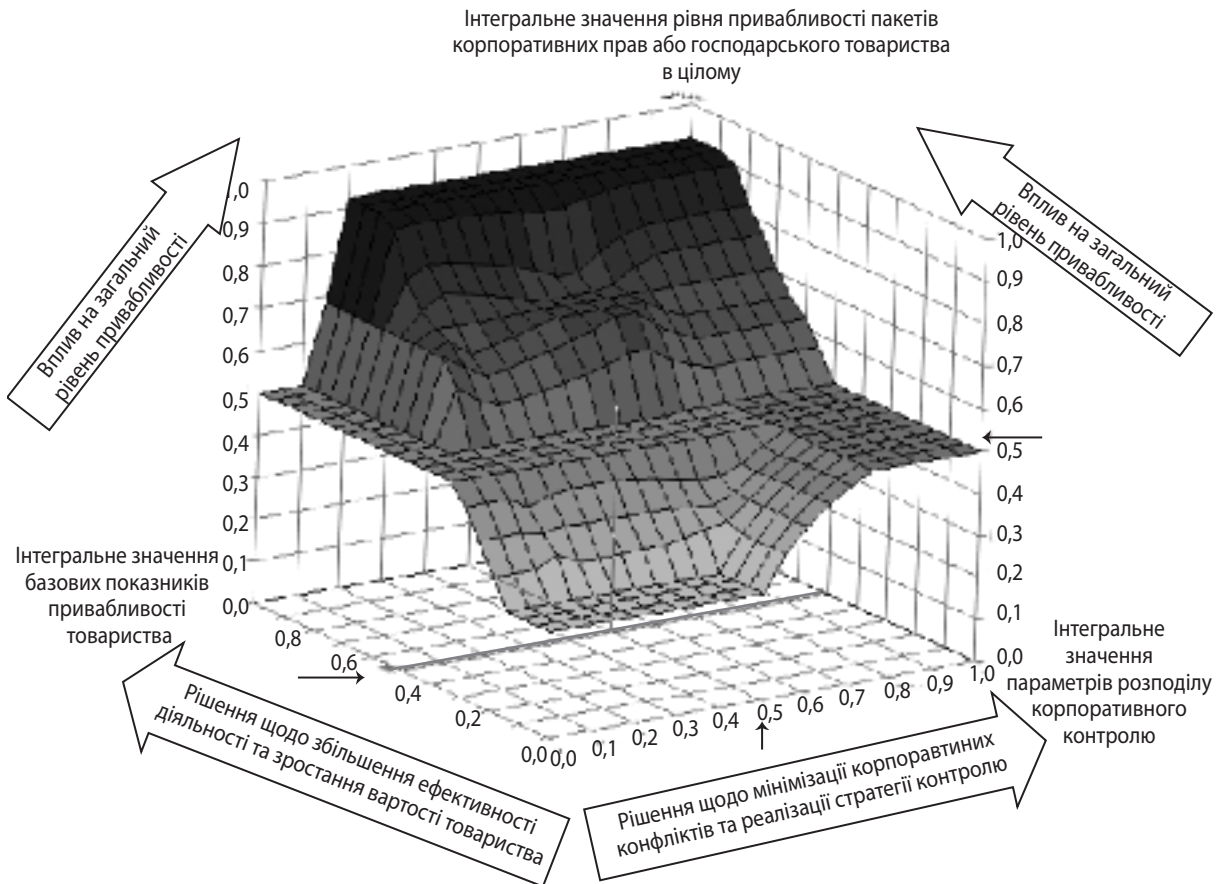


Рис. 4. Площина визначення інтегрального рівня привабливості пакетів корпоративних прав господарського товариства

ЛІТЕРАТУРА

1. Анализ инвестиционной привлекательности организации : науч. изд. / под ред. Д. А. Ендовицкого. М. : КНОРУС, 2010. 376 с.
2. Загородній А. Г., Вознюк Г. А., Партин Г. О. Інвестиційний словник. Львів: Бескид Біт, 2005. 512 с.
3. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів : Закон України від 16.11.2017 № 2210-19 // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2210-19>
4. Про товариства з обмеженою та додатковою відповідальністю : Закон України від 06.02.2018 № 2275-VIII // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/2275-19>
5. Інвестиційна привабливість Західного регіону України : монографія / наук. ред. С. О. Іщук. Львів : Ін-т регіон. дослідж., 2011. 212 с.
6. Маслюкова Е. В. Инвестиционная привлекательность рынка акций агропродовольственных логистических компаний. *Экономические науки*. 2013. № 7 (14), Ч. 3. С. 34–35.
7. Момот Т. В. Вартісно-орієнтоване корпоративне управління: від теорії до практичного впровадження : монографія. Харків : ХНАМГ, 2006. 380 с.
8. Про затвердження Порядку визначення оціночної вартості пакетів акцій акціонерних товариств, що пропонують-

ся для конкурентного продажу : Наказ Фонду державного майна України від 23.01.2004 № 105 // База даних «Законодавство України» / Верховна Рада України. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0135-04/page>

9. Національний стандарт № 3 «Оцінка цілісних майнових комплексів». URL: <https://www.kmu.gov.ua/ua/npas/56644621>
10. Недосекин А. О., Фролов С. Н. Лингвистический анализ гистограммы экономических факторов. *Вестник ВГУ*. 2008. № 2. С. 48–55.
11. Пилипенко А. А., Литвиненко А. О. Організація управління розвитком матеріально-технічної бази підприємства : монографія. Харків : ФОП Здоровий Я. А., 2015. 236 с.
12. Погостинская Н. Н., Погостинский Ю. А., Жамбекова Р. Л., Ацканов Р. Р. Экономическая диагностика: теория и методы. Нальчик : Эльбрус, 2011. 385 с.
13. Попов О. Є., Котов А. М., Зайцева Т. Г. Розподіл і реалізація корпоративного контролю при формуванні капіталу акціонерного товариства : монографія. Харків : ВД «ІНЖЕК», 2009. 320 с.
14. Смолин Б. А. Финансовый потенциал и оценка привлекательности предприятия. М. : Лаборатория Книги, 2010. 180 с.
15. Стратегия формирования инвестиционной привлекательности металлургических предприятий Украины / под общ. ред. Ю. Г. Лысенко. Донецк : ООО «Юго-Восток, Лтд», 2005. 381 с.

16. Чернецька О. В. Модель інформаційного забезпечення управління інвестиційною привабливістю підприємств машинобудування. *Проблеми економіки*. 2016. № 4. С. 171–175.

REFERENCES

Analiz investitsionnoy privilekatelnosti organizatsii [Analysis of the investment attractiveness of the organization]. Moscow: KNO-RUS, 2010.

Chernetska, O. V. "Model informatsiinoho zabezpechennia upravlinnia investytsiinoiu pryvabylivisti pidpriemstv mashynobuduvannia" [Model of information management of investment attractiveness of mechanical engineering enterprises]. *Problemy ekonomiky*, no. 4 (2016): 171-175.

Investytsiina pryvabylivist Zakhidnoho rehionu Ukrainy [Investment attractiveness of the Western region of Ukraine]. Lviv: In-t rehion. doslidzh., 2011.

[Legal Act of Ukraine] (2004). <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0135-04/page>

[Legal Act of Ukraine] (2017). <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2210-19>

[Legal Act of Ukraine] (2018). <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/2275-19>

Masliukova, Ye. V. "Investitsionnaya privilekatelnost rynka aktsiy agroprodovolstvennykh logisticheskikh kompaniy" [Investment attractiveness of the market shares of agro-food logistics companies]. *Ekonomicheskiye nauki* vol. 3, no. 7 (14) (2013): 34-35.

Momot, T. V. *Vartisno-orientovane korporatyvne upravlinnia: vid teorii do praktychnoho vprovadzhennia* [Cost-oriented corporate governance: from theory to practical implementation]. Kharkiv: KhNAMH, 2006.

"Natsionalnyi standart № 3 «Otsinka tsilisnykh mainovykh kompleksiv»" [National standard number 3 «Estimation of integral property complexes»]. <https://www.kmu.gov.ua/ua/npas/56644621>

Nedosekin, A. O., and Frolov, S. N. "Lingvisticheskiy analiz gistogrammy ekonomicheskikh faktorov" [Linguistic analysis of the histogram of economic factors]. *Vestnik VGU*, no. 2 (2008): 48-55.

Pogostinskaya, N. N. et al. *Ekonomicheskaya diagnostika: teoriya i metody* [Economic diagnostics: theory and methods]. Nalchik: Elbrus, 2011.

Popov, O. Ye., Kotov, A. M., and Zaitseva, T. H. *Rozpodil i realizatsiia korporatyvnoho kontroliu pry formuvanni kapitalu aktsionernoho tovarystva* [Distribution and realization of corporate control in formation of capital of a joint-stock company]. Kharkiv: VD «INZhEK», 2009.

Pylypenko, A. A., and Lytvynenko, A. O. *Orhanizatsiia upravlinnia rozvytkom materialno-tekhnichnoi bazy pidpriemstva* [Organization of management of development of material and technical base of the enterprise]. Kharkiv: FOP Zdorovyi Ya. A., 2015.

Smolin, B. A. *Finansovyy potentsial i otsenka privilekatelnosti predpriyatiya* [Financial potential and evaluation of the attractiveness of the enterprise]. Moscow: Laboratoriya Knigi, 2010.

Strategiya formirovaniya investitsionnoy privilekatelnosti metallurgicheskikh predpriyatiy Ukrainy [Strategy of formation of investment attractiveness of metallurgical enterprises of Ukraine]. Donetsk: OOO «Yugo-Vostok, Ltd», 2005.

Zahorodnii, A. H., Vozniuk, H. A., and Partyn, H. O. *Investytsiinyi slovnyk* [Investment dictionary]. Lviv: Beskyd Bit, 2005.