

ДО ПРОБЛЕМИ ОЦІНКИ ЕФЕКТИВНОСТІ ІНТЕГРАЦІЇ ПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ

Постановка проблеми. Ринок інтеграції підприємств зародився в Україні порівняно недавно. Значною мірою це обумовлено світовими процесами злиття та поглинання підприємств різних сфер діяльності. За даними британської консалтингової компанії «Dealogic», обсяг світового ринку злиття і поглинання у 2005 р. склав близько 670 млрд. дол. США. У Західній Європі було укладено 3897 угод на загальну суму 298 млрд. дол. У країнах Центральної та Східної Європи за участю іноземного капіталу укладено таких договорів на загальну суму понад 7,5 млрд. дол. Усе це свідчить про те, що міжнародний ринок злиття та поглинання М&А (Mergers & Acquisitions) – це світова концентрація виробничого потенціалу провідних країн, що динамічно розвивається [1].

Основними причинами, які спонукують підприємства до об'єднання, варто вважати: посилення ринкової конкуренції, залучення інвестицій для інновацій, прагнення до зниження виробничих і комерційних витрат, пошук шляхів зниження ризиків, централізація маркетингових комунікацій, підвищення ефективності виробництва, відновлення портфеля продукції.

Залежно від поставлених цілей у міжнародній практиці розрізняють такі види інтеграції: картелі, трести, холдинги, корпоративні альянси, корпорації, концерни, фінансово-промислові групи (табл. 1). При цьому злиття та поглинання підприємств здійснюється у двох формах: вертикальні

й горизонтальні злиття/поглинання. Вертикальна інтеграція спрямована на з'єднання в єдиному технологічному ланцюзі підприємств різних галузей промисловості: гірничодобувної, переробної, металургійної, машинобудівної. Така інтеграція дозволяє знизити собівартість виробництва й підвищити конкурентоспроможність і ефективність кінцевого виробника. Прикладом горизонтальної інтеграції може служити об'єднання збиткових і рентабельних вугільних шахт із метою зниження собівартості видобутку вугілля за рахунок масштабів виробництва, застосування більш досконалих схем управління. Вертикальну інтеграцію за технологічним ланцюгом „вугілля – кокс – метал – кінцева продукція” в Україні представляють такі групи, як „Корпорація ІСД” (багато галузевий холдинг, у його структурі є Алчевський коксохімічний комбінат, металургійні та машинобудівні підприємства), СКМ (до складу групи входять вугільні шахти, Авдіївський коксохімічний комбінат) [2, 3].

Процеси злиття підприємств в Україні характеризуються циклічністю [4]. Перша хвиля злиття підприємств була викликана приватизацією та здійснена в період 1991-1995 рр. Друга (1995-1997 рр.) – характеризується тим, що великий приватний капітал виявив цікавість до поглинання підприємств, що перебувають у глибокій економічній кризі. Третя хвиля злиття підприємств, що почалася у 1997 р. і триває зараз,

обумовлена утворенням корпоративних структур різних форм (табл. 2).

Таблиця 1. Види злиття підприємств

Картель	Це угода між юридично й комерційно самостійними підприємствами, які домовляються між собою про цінову політику й поділ ринку (квот, виробництва та ін.). Даний вид злиття заборонений антимонопольними комітетами більшості країн, у тому числі і України
Трест	Це об'єднання, учасники якого втрачають і юридичну й комерційну самостійність, перетворюючись на структурні підрозділи однієї фірми.
Холдинг	Кожне з підприємств, що входять у холдинг, одержує умови для власного розвитку, підтримує життєдіяльність іншого – усередині всіх напрямів вибудовані чіткі виробничі зв'язки й ланцюжки. Крім того, у холдингу є очевидні переваги: можливість переміщення фінансових потоків, робочих і матеріальних ресурсів, оптимізація оподаткування, створення єдиного інженерного центру, бухгалтерських і збутових підрозділів, оперативність у прийнятті рішень. Існує і інше визначення: холдингові компанії – компанії, які володіють контрольними пакетами акцій інших компаній з метою здійснення контролю та управління ними
Корпоративні альянси	Це об'єднання двох або декількох компаній, сконцентроване на конкретному окремому напрямі бізнесу, що забезпечують одержання синергетичного ефекту тільки в цьому напрямі, в інших же видах діяльності фірми діють самостійно
Корпорації	Цей тип злиття має місце тоді, коли поєднуються всі активи фірм, що утягуються в угоду
Концерни	Статутні об'єднання підприємств промисловості, наукових організацій, транспорту, банків, торгівлі на основі повної фінансової залежності від одного або групи підприємств
Фінансово-промислові групи	Це багатогалузеві промислово-банківські, торговельні концерни, тобто об'єднання підприємств, банків, торгових домів, організаційно і юридично самостійних

Таблиця 2. Форми економічної інтеграції підприємств

Напрями інтеграції	Кількість, %
1. Злиття підприємств	53,6
1.1. Створення холдингових компаній	13,2
1.2. Об'єднання підприємств	12,1
1.3. Створення суб'єктів господарської діяльності у процесі злиття	28,3
2. Поглинання підприємств	32,9
2.1. Придбання активів або часток підприємств	29,5
2.2. Приєднання й поглинання підприємств	3,4
3. Інші види, передбачені законодавством України	13,5
Разом	100

Інтеграція підприємств стає для багатьох підприємств одним із перспективних напрямів економічного розвитку.

Метою статті є пропозиція інтегрального критерію оцінки

економічної ефективності альтернативних проектів злиття та поглинання підприємств.

Аналіз публікацій. Економічним проблемам злиття та поглинання підприємств останнім часом приділяють велику увагу як зарубіжні, так і вітчизняні економісти. У першу чергу це стосується визначення поняття «форма злиття» [5-7]. Під формою злиття розуміють процес формування певних взаємин між підприємствами, що входять в об'єднання, і трансформацію їх юридичного статусу на основі виду власності й договірних відносин. Другим напрямом досліджень є виявлення факторів впливу на ефективність інтеграції та вибір критеріїв оцінки її ефективності [8].

До факторів доцільності злиття підприємств відносять: частку ринку, конкурентоспроможність продукції, рівень технології, фінансовий стан, кон'юнктуру ринку, корпоративні відносини. Дискусійними залишаються питання методики оцінки ефективності злиття та поглинання. Розроблена під егідою ООН Методика UNIDO, заснована на визначенні чистого дисконтованого доходу, може бути застосована в частині порівняння різночасних витрат і результатів на основі їх приведення на заданий термін шляхом дисконтування лише для інвестиційних проектів створення нових підприємств. Однак інтеграційні процеси здійснюються стосовно діючих підприємств, що входять до складу різних форм об'єднань. Кожне підприємство як поєднуване, так і об'єднуюче характеризується своїм економічним потенціалом, асортиментами продукції, технічним рівнем виробництва, показниками конкурентоспроможності продукції, становищем на ринку, забезпеченістю ресурсами тощо. Методика оцінки

ефективності інвестиційних проектів, заснована на дисконтуванні чистого доходу підприємства, не відображає всіх цих особливостей.

Тому для оцінки ефективності інтеграції промислових підприємств різними авторами робляться пропозиції специфічних підходів для вирішення цього завдання.

Наприклад, В.В. Зуденко та М.А. Денисенко пропонують для оцінки ефективності злиття невеликих нафтових компаній у вертикально-інтегрованій структурі застосовувати модифіковану Z-модель Альтмана [9].

Z-модель у цьому випадку має вигляд:

$$Z = 1,2 \cdot X_1 + 1,4 \cdot X_2 + 3,3 \cdot X_3 + 0,6 \cdot X_4 + 1,0 \cdot X_5, \quad (1)$$

де X_1 – відношення робочого капіталу до загальних активів, де робочий капітал визначається як різниця між оборотними коштами й поточними зобов'язаннями;

X_2 – відношення нагромадженого капіталу до загальних активів, нагромаджений капітал являє собою частину капіталу корпорації, що утворилися за рахунок нерозподіленого прибутку минулих років;

X_3 – відношення балансового прибутку до активів;

X_4 – відношення капіталу корпорації до загального боргу;

X_5 – відношення обсягу продажів до активів.

Порівняння величини Z-моделі до й після злиття дозволяє зробити висновок про ефективність створення вертикально-інтегрованої компанії. Якщо величина Z-моделі після злиття збільшиться, то інтегрована компанія буде мати більшу фінансову стабільність, ніж окремі інтегровані підприємства.

Г.В. Давидова та А.Ю. Беліков рекомендують для цих цілей ще більш модифіковану Z-модель Альтмана, в якій залежно від чисельного значення Z-пара-

метра диференціюється рівень імовірності банкрутства.

Рівень Z-моделі розраховується за рівнянням:

$$Z = 8,38 \cdot K_1 + 1,0 \cdot K_2 + 0,054 \cdot K_3 + 0,63 \cdot K_4, \quad (2)$$

де K_1 – відношення оборотного капіталу до суми активів;

K_2 – відношення чистого прибутку до власного капіталу;

K_3 – відношення обсягу продажів до активів;

K_4 – відношення чистого прибутку до витрат.

Залежно від розрахункового значення Z-моделі передбачаються такі ситуації банкрутства:

$Z < 0$ – імовірність банкрутства максимальна, перебуває в межах 0,9-1,0;

$0 < Z < 0,18$ – імовірність банкрутства висока, перебуває в межах 0,6-0,8;

$0,18 < Z < 0,32$ – імовірність банкрутства середня, перебуває в межах 0,35-0,5;

при $0,32 < Z < 0,42$ – імовірність банкрутства низька в межах 0,15-0,2;

при $Z > 0,42$ – імовірність банкрутства незначна, менше 0,1.

На нашу думку, Z-модель може використовуватися для оцінки одного з показників ефективності інтеграції підприємств – його фінансової стабільності. Однак Z-модель являє собою тільки рейтингове число, осторонь залишаються показники, що характеризують ефективність витрат, спрямованих на процес злиття підприємств, економія на масштабах, ліквідація дублюючих функцій, механізм захисту від конкурентів, синергетичний ефект злиття та інші показники економіки підприємств.

Так, С.В. Савчук розглядає позитивний вплив злиття в трьох сферах: у сфері мотивації, маркетингу, підвищення ефективності використання виробничої потужності й ресурсів (рисунок).



Рисунок. Сфери позитивного впливу злиття підприємств

Оригінальною є пропозиція автора для оцінки синергетичного ефекту (СЕ), що розраховується за формулою

$$3OCE_t = SEM_t + SEK_t + SEP_t + SEMo_t + SEC_t + SEU_t + SED_t, \quad (3)$$

де $3OCE_t$ — загальний синергетичний ефект у момент часу t після злиття/поглинання;

SEM_t — синергетичний ефект при досягненні оптимального обсягу виробництва та взаємодоповнення ресурсів;

SEK_t — синергетичний ефект, який досягається на ринку капіталу (різниця у сплачених відсотках за кредит тощо);

SEP_t — синергетичний ефект за рахунок зниження сплати податків, мит і інших платежів у держбюджет;

$SEMo_t$ — синергетичний ефект, що досягається за рахунок підвищення рівня монополізації ринку;

SEC_t — синергетичний ефект, що досягається за рахунок централізації, виключення дублюючих функцій і економії поточних витрат (розраховується, як різниця між сумою витрат окремих внутріфірмових одиниць до об'єднання й витратами інтегрованої одиниці);

SEU_t — синергетичний ефект, що досягається за рахунок кращого управління й усунення неефективності процесів;

SED_t — синергетичний ефект, що досягається за рахунок диверсифікації виробництва.

Сумарний очікуваний синергетичний дисконтований ефект від угоди по злиттю/поглинанню рекомендується розраховувати за формулою

$$CCE = \frac{\sum_{t=1}^n 3OCE}{(1+k)} - 3I, \quad (4)$$

де CSE – сумарний очікуваний синергетичний ефект від угоди по злиттю/поглинанню;

ZI – загальні витрати на інтеграцію;

n – горизонт планування;

k – використовувана ставка дисконту.

Запропонований підхід заслуговує на увагу, однак його реалізація викликає низку труднощів:

по-перше, відсутні кількісні вимірники пропонованих факторів впливу на злиття;

по-друге, немає офіційної інформації про ці фактори в існуючій документації;

по-третє, не зрозуміло, як визначити силу впливу цих факторів.

О. Кузьмін і Р. Шуляр при оцінці витрат на злиття пропонують виходити зі зміни постійних і змінних витрат на обсяги виробництва, обумовлені інтеграцією:

для горизонтального злиття підприємств

$$K_{z.c.} = \frac{ВП}{Q \cdot C_k}, \quad (5)$$

для вертикального злиття підприємств

$$K_{z.c.} = \frac{ВП \cdot 100}{(P + H + A + C_{\sigma})C_k}, \quad (6)$$

де $ВП$ – валовий прибуток;

Q – дохід від реалізації;

C_k – відносна вартість злиття підприємств, обчислена у грошових одиницях;

P – витрати на оплату праці;

H – виробничі накладні витрати;

A – адміністративні витрати;

C_{σ} – збутові витрати.

Якщо показники, розраховані за формулами (5) і (6), після злиття будуть вище, ніж до злиття, то такий варіант інтеграції є позитивним. Із декількох альтернативних варіантів інтеграції

вибирається той, в якого ці показники максимальні.

У запропонованому підході не одержали втілення такі показники, як економічна стабільність підприємств, інвестиційний потенціал, рівень економічної безпеки, період окупності капітальних витрат тощо. Природно, що кожний із цих показників характеризує певну сферу ефективності й ускладнює оцінку проекту. Разом із тим жоден із цих показників не є таким, щоб його застосовувати як критерій. Критерієм може бути інтегральний показник, що включає найбільш значущі фактори впливу.

Наукові результати. На основі аналізу прикладів злиття та поглинання промислових підприємств Донецького регіону, економічної літератури зарубіжних і вітчизняних авторів, діючих законодавчих актів в інтегральний показник оцінки економічної ефективності інтеграції підприємств варто включити такі приватні показники ефективності:

економічну стабільність поєднаних підприємств, що розраховується за формулою

$$P = 0,9 - 1,64 \cdot Z; \quad (7)$$

потенціал окупності інвестицій, необхідних для інтеграції підприємств, що розраховується за формулою [9]

$$KB = E_z \frac{\left\{ 1 - \left[\frac{1}{1+r} \right]^{T+1} - \left[\frac{1}{1+r} \right]^{T+1} r \right.}{r}, \quad (8)$$

де KB – дисконтований авансований постійний капітал, що представляє собою величину потенціалу окупності інвестицій;

E_z – річна економія змінних витрат, розрахована на основі застосування функціонально-вартісного аналізу;

T – очікуваний строк окупності;

r – внутрішня норма прибутковості, з урахуванням інфляції та факторів ризику;

показник психологічного бар'єра трудового колективу інтеграційним процесам, що розраховується за формулою [11]

$$P_B = 1 - \frac{P_1 + P_2 + 2P_3}{2P}, \quad (9)$$

де P_B – коефіцієнт, що враховує психологічний бар'єр колективу поєднаних підприємств;

P – загальна кількість персоналу підприємств-партнерів;

P_1, P_2, P_3 – кількість працівників, які ставляться до інтеграції: негативно, нейтрально і позитивно.

Залежно від чисельного значення показника психологічного бар'єра визначається сприятливість ситуації інтеграції (табл. 3).

Таблиця 3. Шкала значущості показника

Значення показника	Ситуація для інтеграції
0,0-0,1	дуже сприятлива
0,11-0,2	сприятлива
0,21-0,3	нейтральна
0,31-0,4	несприятлива
більше 0,4	дуже несприятлива

Приватні показники ефективності інтеграційних проектів мають різну спрямованість і розмірність, тому для того, щоб включити їх в інтегральний критерій, необхідно привести до безрозмірного виду за формулою [13]

$$\bar{X} = \frac{x_i - x_{i \min}}{x_{i \max} - x_{i \min}}, \quad (10)$$

де \bar{X} – наведене значення i -го показника;

x_i – поточне значення i -го показника;

$x_{i \min}, x_{i \max}$ – відповідно мінімальне й максимальне значення i -го показника.

Діапазон варіювання показників перебуває в інтервалі $0 \div 1,0$.

При такому підході інтегральний показник ефективності інтеграції підприємств визначається за формулою

$$IKE = \sqrt{Z^2 + KB^2 + P_B^2}, \quad (11)$$

де IKE – інтегральний коефіцієнт економічної ефективності інтеграційного проекту.

Висновки. Запропонований методичний підхід оцінки економічної ефективності злиття підприємств дає можливість кількісно оцінити ефективність альтернативних варіантів злиття та поглинання підприємств. Стосовно оцінки специфічних інвестиційних проектів він дозволяє, використовуючи різні методи математичної статистики, наприклад методу головних компонентів, обґрунтувати кількість критеріальних показників, які доцільно включити в інтеграційну модель.

Література

1. Гвардин С.В. Финансирование слияний и поглощений в России. – М.: БИНОМ. Лаборатория знаний, 2006. – 195 с.
2. Шевченко Н. Острый угол // Бизнес. – 2006. – № 49. – С. 114.
3. Тарута С. Интервью // Бизнес. – 2003. – № 51. – С. 98.
4. Кузьмін О., Шуляр Р. Економічні проблеми злиття підприємств // Економіка України. – 2003. – № 12. – С. 26-33.
5. Хозяйственный кодекс Украины. – Х.: Одиссей, 2003. – Гл. 12. Объединение предприятий.
6. Брітхем Ю. Основи фінансового менеджменту. – К.: Молодь, 1997. – С. 866-914.
7. Савчук С.В. Анализ основных мотивов слияний и поглощений //

Менеджмент в России и за рубежом. – 2002. – № 5. – С. 25-37.

8. Иванов Ю.В. Слияния, поглощения и разделение компаний: стратегия и тактика трансформации бизнеса. – М.: Альпина Паблшер, 2001. – С. 76.

9. Зуденко В.В., Денисенко М.А. О разработке методики экспресс-анализа эффективности формирования вертикально интегрированных финансово-промышленных структур // Менеджмент

в России и за рубежом. – 2001. – № 3. – С. 106-110.

10. Губанов С. Конкурентоспособность экономики – функция системы воспроизводства // Экономист. – 2003. – № 4. – С. 9-21.

11. Васильева Н.Ф. Методический подход к определению восприятия нововведений. Рыночные аспекты развития экономики в регионе. – Донецк; Краматорск: ИЭП НАН Украины, 1999. – С. 298-306.