

## МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО ВИЗНАЧЕННЯ ДОЦІЛЬНОСТІ ТА ЕФЕКТИВНОСТІ ІНТЕГРАЦІЙНОЇ ВЗАЄМОДІЇ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ

*Скопенко Н.С., д.е.н., професор*

Сучасний розвиток світової економіки пов'язаний з інтенсивним формуванням та розвитком інтегрованих корпоративних структур. Активізація інтеграційних процесів, об'єднання банківського й промислового капіталів та формування на цій основі інтегрованих структур стає закономірним процесом не лише у світовій, але і у вітчизняній економіці.

Об'єктивні передумови концентрації та злиття промислового і банківського капіталів в Україні виникли в результаті економічних реформ, наслідком яких стали зміна відношень власності та створення інтегрованих структур, без яких неможливе існування сучасної ринкової економіки. Реструктуризація галузей промисловості на основі формування інтегрованих об'єднань є однією із ключових проблем реформування вітчизняної економіки.

Проблема оцінки вартості компаній при об'єднанні (злитті, поглинанні) компаній добре розроблена зарубіжними авторами стосовно ділової практики західних країн. В той же час, у вітчизняній економічній літературі недостатньо висвітлено питання можливості використання західних методик при оцінці ефективності інтеграції та доцільності створення інтегрованих структур. Слід підкреслити, що проста екстраполяція цих методик не завжди призводить до позитивних результатів.

Необхідно відзначити, що комплексний науково-методичний апарат оцінки ефективності інтеграції господарюючих суб'єктів відсутній. В зв'язку з цим є актуальним узагальнення представлених в економічній літературі й апробованих у світовій практиці підходів до оцінки ефективності інтеграції та доцільності створення інтегрованих структур й адаптації їх до умов вітчизняної економіки.

Існуючі підходи до оцінки ефективності інтеграції господарюючих суб'єктів можуть бути розмежовані на дві групи – якісні і кількісні (вартісні). Проте, необхідно зазначити, що такий поділ є досить умовним, тому що концептуальні та методичні підходи до оцінки ефективності інтеграції взаємозалежні та потребують комплексного застосування.

Аналіз позицій науковців-економістів [1; 8; 9; 10, с. 6-8; 18, с. 13-19; 22; 24; 25; 26; 27] дозволив виділити наступні концептуальні підходи до якісної оцінки ефективності інтеграції господарюючих суб'єктів: підходи, що засновані на аналізі середовища функціонування (АСФ); теорії трансакційних витрат; оцінці досягнення конкурентних переваг,

оцінці вигоди довгострокових ділових відносин; теорії фінансового менеджменту; оцінці взаємодії акціонерів і керівників. Зазначені концептуальні підходи до оцінки ефективності інтеграційних процесів акцентують увагу на окремих критеріях ефективності інтеграції та можуть бути застосовані при розгляді окремих сторін інтеграційної взаємодії суб'єктів господарювання, при оцінці досягнутих конкурентних переваг та характеру контролю в інтегрованій структурі тощо.

Кількісні підходи до оцінки ефективності та доцільності інтеграційної взаємодії господарюючих суб'єктів припускають оцінку наступних показників [3; 4; 6-7; 9; 12, с. 119-129; 16; 17; 18; 21, с. 13-16.; 24, с. 39; 25; 28]:

- загальної ефективності інтегрованого об'єднання (сумарна величина вартості активів групи, загальні обсяги продажів (обороту) за певний період, валовий прибуток);

- фінансових результатів діяльності головної компанії та конкретних учасників інтегрованої структури (з використанням традиційних підходів до виявлення співвідношення витрат і результатів);

- ефективність окремих блоків інтегрованої структури (фінансового, інвестиційного, операційного, науково-дослідного, комерційного та інших);

- фінансового стану промислових підприємств – учасників інтегрованої структури (величина чистих активів, ліквідність, фінансова стійкість, ділова активність, ефективність діяльності, ефективність інтегрованої структури на ринку капіталу тощо).

Основні концептуальні підходи до оцінки доцільності та ефективності інтеграційної взаємодії господарюючих суб'єктів, їх характеристика, основні переваги та недоліки наведено у табл. 1.

При розробленні інтеграційної стратегії та обґрунтуванні доцільності інтеграції важливою є об'єктивна оцінка доцільності здійснення інвестицій у вигляді придбання компанії-мети, що вимагає аналізу її інвестиційної привабливості та об'єктивної оцінки її вартості.

Значна кількість методик щодо визначення вартості бізнесу (пакетів акцій) може бути згрупована в три підходи: порівняльний, прибутковий та витратний, усередині яких можуть бути різні варіанти та методи розрахунків.

Варто відмітити, що останнім часом разом з традиційними підходами у вітчизняній теорії та практиці оцінки вартості компаній починає активно застосовуватися метод опціонів. Порівняльна характеристика основних методів визначення вартості компаній наведено у табл. 2.

Дослідження існуючих підходів до оцінки ефективності інтеграційних процесів господарюючих суб'єктів свідчить про відсутність цілісної методології, що враховує вплив на результативність

## Підходи до оцінки доцільності та ефективності інтеграційної взаємодії господарюючих суб'єктів

Концепція	Переваги	Недоліки
<p><b>1</b></p> <p><b>Технологія аналізу середовища функціонування (АСФ)</b></p> <p>Кожна компанія трактується як система, що має «виходи» і «входи»; розглядається не одна компанія, а їх сукупність; кожній компанії в багатовимірному просторі відповідає індивідуальна точка, сукупність компаній визначає множини виробничих можливостей; межа множини виробничих можливостей називається ефективною гіперповерхнею, точки на якій відповідають компаніям з найбільш високою на даний момент ефективністю, а суб'єкти господарювання, яким відповідають точки нижче за гіперповерхню (усередині множини виробничих можливостей), працюють менш ефективно</p> <p><b>Концепція, що заснована на теорії трансакційних витрат</b></p> <p>Концентрує увагу на можливості економії шляхом заміщення цінного механізму ринку системою довгострокових контрактів. Найважливіший інтеграційний чинник – специфічні активи взаємодіючих суб'єктів господарювання. У міру зростання рівня «специфічності» активів посилюється мотивація до укладання тривалих контрактів</p>	<p><b>2</b></p> <p>Технологія АСФ дозволяє знаходити напрямки підвищення ефективності в багатовимірному просторі параметрів, визначачи для кожної компанії зони стійкості, в яких зберігається статус ефективного або неефективного об'єкту. Відповідно визначається, який крок в знайденому напрямі потрібно зробити конкретній компанії для того, щоб стати ефективною, або, навпаки, перейти в розряд неефективних компаній</p>	<p><b>3</b></p> <p>Математичний апарат і програмні засоби, що використовуються при моделюванні ефективності, досить складні та відносяться до класу високоінтелектуальних технологій. Проте, отримувані результати можуть бути виражені в традиційних економіко-фінансових термінах і відносно легко освоені менеджерами</p>
<p><b>Концепція, що заснована на теорії трансакційних витрат</b></p> <p>Концентрує увагу на можливості економії шляхом заміщення цінного механізму ринку системою довгострокових контрактів. Найважливіший інтеграційний чинник – специфічні активи взаємодіючих суб'єктів господарювання. У міру зростання рівня «специфічності» активів посилюється мотивація до укладання тривалих контрактів</p>	<p>По-перше, потрібний розгляд технологічних умов виробництва господарських одиниць, що ініціюють інтеграцію, передусім в період розробки та укладання контрактних відношень. По-друге, доцільне ретельне опрацювання системи контрактних взаємин, що охоплюють основні аспекти спільної діяльності (фінансовий, науково-технічний, збутовий тощо). По-третє, наявність загальної (консолідованої) власності виступає істотним гарантом ефективності реалізації контрактних взаємовідносин. По-четверте, серед показників економічної ефективності інтеграції важливе місце належить максимізації прибутку та мінімізації витрат</p>	<p>Зникає акцент на перспективній взаємодії партнерів, на можливій зміні технологічних і економічних умов виробництва. Не враховується можливість спільного управління фінансовими ресурсами, взаємодія господарюючих суб'єктів і фінансових інститутів (розгляд проблеми йде під кутом «постачальник – споживач», «виробник – збуток»). Ефективність спільної діяльності оцінюється лише за критерієм «прибуток – витрати». Не оцінюються переваги та недоліки централізації певних сфер діяльності</p>

<p><b>1</b></p> <p><b>Оцінка досягнення конкурентних переваг</b></p> <p>Інтеракційні рішення органів управління компанії мають бути імперативно націлені на досягнення довгострокових конкурентних переваг. При цьому потенціал конкурентоспроможності не ототожнюється з показниками поточного прибутку, а розглядається як комплекс показників, що гарантують довгострокові переваги фірми на товарних ринках:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) якість (споживчі характеристики) і ціна продажу виробів;</li> <li>2) інноваційний потенціал, достатність виробничих і збутових потужностей;</li> <li>3) наявність довгострокової стратегії зростання обсягів продажів.</li> </ol> <p>Найважливіший показник конкурентоспроможності – частка товарів, що продаються інтегрованою структурою (корпорацією), в загальному обсязі продажів аналогічної продукції. Значення цього показника залежить від здатності компанії оперативно реагувати на зміни ринкової кон'юнктури</p>	<p><b>2</b></p> <p>По-перше, слід в кожному випадку виявляти, створення яких конкретно конкурентних переваг (на яких ринках, серед яких конкурентів) виступає шльовими завданнями формування інтегрованої структури. По-друге, в центрі уваги повинна знаходитися частка продажів відповідних виробів на товарних ринках (її важливо фіксувати і до, і після створення інтегрованої структури). По-третє, дослідження взаємодіючих технологічних ланцюгів має бути досить повним (у зв'язку з наявністю в корпоративній практиці взаємодії по постачанню, виробництву, збуту, в кожному ланцюгу як найбільш, так і меншим, тобто спрямованим на виявлення метним, тобто спрямованим на виявлення в кожному ланцюгу як найбільш, так і найменш цінних компонентів (з точки зору перспективної стратегії інтегрованої структури та забезпечення її конкурентних переваг). По-четверте, розгляд ефективності інтеграції доцільно орієнтувати на зіставлення характеристик функціонуєчої (чи проєктованої) корпорації, що вивчається, і інших компаній, присутніх на споріднених ринках, в аспектах якості та цін виробів найважливішої номенклатури, інноваційного потенціалу (наявність наукового закладу, власних НИОКР); технологічного рівня виробництва тощо</p> <p>По-перше, оцінюється розвиток реальних внутрішніх зв'язків, включаючи обмін ресурсами (що повинне емпірично фіксуватися через обсяги взаємних коопераційних поставок). По-друге, наяв-</p>	<p><b>3</b></p> <p>Проблема вибору конкурентних переваг як шльові завдання. Трудність виявлення найбільш і найменш цінних компонентів в технологічному ланцюгу для забезпечення ефективної діяльності інтегрованої структури. Не враховується вплив негативних наслідків інтеграції</p>
<p><b>Оцінка взаємодіючих довгострокових ділових відносин</b></p> <p>Ознаки ефективної інтеграції:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) розвиток системи взаємних поставок усередині інтегрованої структури, що</li> </ol>		<p>Не враховується вплив негативних наслідків інтеграції. Потребує централізованого типу інтеграційної взаємодії, чіткої організації. Не враховуються зовнішні чинники</p>

1	2	3
<p>заснована на довірчих принципах та забезпечує економію трансакційних витрат;</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>2) загальна збутова мережа;</li> <li>3) інтенсивний обмін фінансовими, кадровими, інформаційними ресурсами у рамках загальної системи ділових взаємин (фінансова допомога підприємствам, ротація управлінських кадрів тощо);</li> <li>4) залучення значних кредитних коштів з використанням солідарної гарантії підприємств групи;</li> <li>5) фінансова стійкість банку групи, проведення ним політики довгострокового інвестування (хоча інвестиції цього банку не обов'язково переважають в інвестиційних ресурсах підприємств групи);</li> <li>6) наслідування пріоритетів високої життєздатності та стабільності в довгостроковому плані, готовність до зниження ризиків функціонування шляхом певного зниження рівня рентабельності підприємств, що групуються;</li> <li>7) надання важливої координуючої ролі «президентській раді», що складається з керівників підприємств-учасників групи;</li> <li>8) гармонізація внутрішньокорпоративних трудових відношень на основі диференціації прибутків усередині інтегрованої структури (корпорації)</li> </ol>	<p>ність загальної системи внутрішньокорпоративного планування та цільових завдань для учасників інтегрованої структури. По-третє, розвиток системи перехресного володіння акціями усередині групи. По-четверте, увага переміщується на нарощування інвестиційного потенціалу (у тому числі з позикових джерел) та на підтримку в конкурентоздатному стані виробничого апарату, а не на рівень і динаміку поточного прибутку учасників групи. По-п'яте, оптимізація ролі банку в групі (вона має бути в цілому підпорядкованою по відношенню до основних товаровиробників; частка довгострокових промислових інвестицій в кредитному портфелі банку повинна мати тенденцію до зростання)</p>	
<p><b>Концепція, що заснована на теорії фінансового менеджменту</b></p> <p>Ефекти інтеграції визначаються залежно від мотивів об'єднання: 1) Синергетичний ефект, який полягає в тому, що загальний результат перевершує суму складених ефектів (наприклад, вартість інтегрованої</p>	<p>Основою для визначення ефективності інтеграції є обрахунок доданків майбутньої синергії. Критеріями ефективності визнаються:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) очікуваний чистий вигаш, рівний різниці між дисконтованою вартістю майбутніх прибутків і витратами на інтеграцію;</li> </ol>	<p>Ефекти інтеграції розглядаються у спрощеному вигляді, стосовно варіанту об'єднання двох суб'єктів (не враховується множинність учасників при створенні інтегрованої структури). Крім того, не враховується те, що може мати</p>

1	<p>структури перевершує суму вартостей компанії, що об'єднуються.</p> <p>2) Операційна економія на основі усунення дублювання управлінських функцій, їх централізації та скорочення витрат на збут продукції.</p> <p>3) Ефект масштабу: економія у зв'язку із зростанням масштабів виробництва (концентрація виробництва призводить до зниження витрат, ефективного використання ресурсів тощо).</p> <p>4) Економія на податкових платежах (може виникати при об'єднанні з фірмою, що має податкові пільги; зростанні амортизаційних відрахувань при злитті, що зменшує базу оподаткування тощо).</p> <p>5) Купівля активів за ринковою ціною, значно меншою, ніж їх відносна вартість (економія стає відчутною, якщо керівництво базової фірми знаходить ефективні способи використання нових активів).</p> <p>6) Отримання можливості використання тимчасове вільних грошових ресурсів при відсутності привабливих інвестиційних можливостей.</p> <p>7) Диверсифікація, що забезпечує зниження корпоративних ризиків і спрямована на завоювання довігтривалих конкурентних переваг.</p> <p>8) Витрати від залучення позикових засобів, що здатий істотно збільшити вартість компанії.</p> <p>9) «Перехід вигоди»: компанія-кредитор при злитті з компанією-боржником отримує вигоду у зв'язку з придбанням активів боржника та можливість жорсткішого регулювання фінансових потоків з метою забезпечення оплати боргів; злиття з метою зни-</p>
2	<p>2) зростання прибутку з розрахунку на одну акцію акціонерів інтегрованих суб'єктів господарювання;</p> <p>Серед критеріїв фінансової ефективності інтеграції, що пропонується даною концепцією, можливо виділити наступні чотири основні.</p> <p>По-перше, при операційному злитті основою для визначення ефективності є врахування комплексу додатків майбутньої синергії з використанням співвідношення виробничо-господарських складових синергії та фінансового результату інтеграції.</p> <p>По-друге, узагальнюючим критерієм ефективності визнається «очікуваний чистий вигравш», рівний різниці між дисконтованою вартістю майбутніх прибутків та ціною, що сплачується за компанію, яка придбалася. У відповідності з цим підходом компанія-ініціатор інтеграції повинна визначити вільні потоки грошових коштів (різниця між прогнозованим розміром виручки та витратами) після злиття. Вважається, що використання цього критерію переважне для оцінок довготривалих ефектів злиття (інтеграції).</p> <p>По-третє, якщо злиття здійснюється на основі обміну звичайними акціями, то критерієм ефективності вважається зростання прибутку з розрахунку на одну акцію для акціонерів обох інтегрованих компаній. По-четверте, при оцінці ефективності інтеграції ретельному обліку підлягають витрати, які несе поглинаюча компанія (компанія-інтегратор).</p>
3	<p>місце послання ефектів, їх накладання, взаємне підсилення або послаблення.</p> <p>Оцінка ефективності інтеграції суб'єктів господарювання проводиться за аналогією з будь-яким проектом інвестицій. Найбільшою складністю є оцінка майбутніх потоків грошових коштів інтегрованої структури.</p>

1	2	3
<p>ження інвестицій в колишню самостійну компанію-кредитора та орієнтація на додаткове стимулювання акціонерів забезпечують «перехід вигоди» від власників боргових зобов'язань до акціонерів (акціонери привласнюють активи).</p>		
<p><b>Оцінка доцільності інтеграції з урахуванням впливу взаємодії акціонерів і керівників</b></p> <p>Головна проблема цього концептуального підходу: як укласти дії управляючої корпорації в русло інтересів акціонерів. При цьому оцінюється:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) тип інтеграційної взаємодії з точки зору спрямованості контролю (контроль «материнської» компанії; взаємний контроль при перехресному володінні акціями), і в плані співвідношення великих та дрібних акціонерів;</li> <li>2) функціональна роль центральної компанії в інтегрованій структурі, а також її генерального директора (функції, права, відповідальність, взаємодія з радою директорів і радою керівників);</li> <li>3) міра задоволеності учасників інтегрованої структури діяльністю центральної компанії (здатність керівництва центральної компанії виробляти та реалізовувати загальнокорпоративну стратегію діяльності; володіння центральною компанією найбільш цінними управлінськими технологіями та їх використання на користь учасників групи тощо);</li> <li>4) система контролю та відповідальності керівництва центральної компанії перед суб'єктами господарювання – учасниками інтегрованої структури</li> </ol>	<p>Застосування підходу доцільне в умовах нерозвиненості фондового ринку та високої мотивації вітчизняних керівників до захоплення акцій підприємств (у тому числі шляхом перерозподілу акціонерної власності на свою користь). Даний аспект аналізу ефективності інтеграції особливо значущий при регулюванні взаємин у рамках єдиної фінансово-промислової корпорації між центральною компанією (управляючою) та іншими юридичними особами – учасниками інтегрованої структури.</p>	<p>Не враховується можливий вплив негативних наслідків інтеграції та зовнішні чинники. Не здійснюється порівняння ефектів, що досягаються в результаті інтеграції та витрат на досягнення цих ефектів; зіставлення ефектів і збитків, обумовлених негативним впливом інтеграції суб'єктів господарювання</p>

*Джерело: узагальнено на основі [8; 10, с. 6-8; 18, с. 13-19; 19; 22; 24; 25; 26; 27]*

Таблиця 2

Найменування та характеристика методу	Основні переваги та недоліки
<p><b>Витратний підхід</b> незамінний при оцінці компанії, що не котуються на фондовому ринку, найчастіше зареєстрованих у формі ТОВ, ЗАТ, які, як правило, мають непрозорі фінансові потоки. Застосування витратного підходу з іншими підходами, і передусім прибутковим, дозволяє приймати ефективні інвестиційні та інтеграційні рішення. Витратний підхід (оцінка на основі аналізу активів) найбільш застосовний для підприємств спеціального призначення, матеріаломістких і фондомістких виробництв.</p> <p><b>Оцінка вартості чистих активів (Net Asset Value)</b></p> <p>У основі підходу – оцінка вартості чистих активів. Суть підходу полягає в тому, що ринкова вартість підприємства (відповідно до його акціонерного капіталу) визначається тим, наскільки велика майнова цінність його активів.</p> <p>Поняття "чисті активи" вводиться в ст. 14 ЗУ "Про акціонерні товариства", П(С)БО №19 та П(С)БО №2.</p> <p>З економічної точки зору чисті активи втілюють в себе вартість майна товариства, вільного від боргових зобов'язань. Чисті активи розраховуються, як активи підприємства, за винятком зобов'язань. Показник чистих активів відображає вартість майна, яка залишиться після виконання усіх переднятих на себе зобов'язань. Вартість чистих активів акціонерного товариства розраховується на основі даних балансу згідно «Методичних рекомендацій щодо визначення вартості чистих активів акціонерних товариств» (рішення ДКЦБФР №485 від 17.11.2004 р.)</p>	<p>2</p> <p>Оперує точними ретроспективними даними бухгалтерської звітності для оцінки вартісних показників діяльності (вартості чистих активів). Активи та зобов'язання оцінюються за правилами, встановленими системою П(С)БО.</p> <p>Не є повноцінною оцінкою вартості компанії, оскільки ретроспективні дані про витрати не дозволяють точно прогнозувати майбутні прибутки. Величина чистих активів не відображає кон'юнктури ринку та не характеризує майбутній прибуток. Бухгалтерська звітність не відображає усієї цінності компанії (зокрема, вартісну оцінку ділової репутації). Традиційний баланс завжди відображає положення підприємства у минулому. Дас уявлення тільки про ресурсний потенціал підприємства, тобто представляє статичну оцінку. При плануванні інтеграції може дати неврівну оцінку, оскільки підприємство, що має великий обсяг чистих активів, може бути оцінене вище, але приносити істотно менший прибуток і навіть бути збитковим.</p> <p>Потребує уточнення та коригування через невідповідність вітчизняної бухгалтерської звітності міжнародним стандартам.</p> <p>Не відображає здатності активів приносити прибуток. Заміна конкретних видів активів на окремому ринку ускладнена. Можуть виникнути труднощі навіть при заміні основних засобів, оскільки доводиться робити вибір між оцінкою нових або вживаних засобів з тим же терміном служби та оцінкою вартості заміни технологічно еквівалентними активами. Сума окремих активів підприємства, як правило, не дорівнює вартості підприємства в цілому. Висока трудомісткість у зв'язку з необхідністю залучення додаткових даних про ринкову вартість активів.</p>
<p><b>Метод заміщення</b></p> <p>Показники оцінки - чиста вартість заміщення активу. Оцінка активів відбувається за альтернативною вартістю - величиною, яка дорівнює вартості заміни активів на відкритому ринку для суб'єкта господарювання</p>	

1	2
<p><b>Метод нульового (ліквідційного) балансу (Liquidation Value)</b></p> <p>Використовується при складанні нульового балансу. Показник оцінки вартості господарюючого суб'єкта - нульова вартість, що характеризує величину залишку грошових коштів після фактичної ліквідації підприємства, тобто ту частину власності в грошовому вираженні, яка залишиться після фактичної ліквідації, що припускає продаж активів за ринковими цінами і виплату боргів.</p>	<p>Не потребує складних розрахунків. Необхідність фактичної інформації про ринкові ціни. Не відображає прибутку, який може отримати підприємство в майбутньому. Не показує термін окупності (поглинання або інвестицій). Не пов'язаний з результатами роботи підприємства - поточними та очікуваними</p>
<p><b>Порівняльний (ринковий) підхід.</b> Порівняльний підхід, на поточні дії потенційних продавців і покупців. Цей підхід передбачає використання інформації по аналогічних компаніях, для яких є достовірні відомості про вартість пакетів їх акцій і/або частки. Така інформація може використовуватися як орієнтири при оцінці компанії як відкритого, так і закритого типів. У рамках цього підходу</p>	<p>Використовується для орієнтовних оцінок підприємств при проведенні експрес-оцінок. Потребує достовірної детальної фактичної інформації по групі підприємств. Не відображає повністю вартість суб'єктів господарювання, що беруть участь в інтеграції, оскільки практично не можливо знайти повністю ідентичні компанії навіть однієї галузі.</p>
<p><b>Порівняльний метод (метод коефіцієнтів)</b></p> <p>Метод галузевих коефіцієнтів заснований на спеціальних формулах та цінних показниках, використовуваних в окремих галузях виробництва. Формули та цінні показники виводяться емпіричним шляхом на основі даних про продажі підприємств.</p>	<p>Потребує достовірної детальної фактичної інформації по групі підприємств. Не відображає повністю вартість суб'єктів господарювання, що беруть участь в інтеграції, оскільки практично не можливо знайти повністю ідентичні компанії навіть однієї галузі.</p>
<p><b>Метод ринку капіталу</b></p> <p>Базується на цінах, реально виплачених за акції схожих компаній на фондових ринках. Дані про порівнювані підприємства при використанні відповідних коригувань можуть послужити орієнтирами для визначення вартості оцінюваного підприємства.</p>	<p>Перевага цього методу полягає у використанні, як правило, фактичної інформації, а не прогнозних даних, яким властива невизначеність. Для реалізації цього методу потрібна достовірна детально фінансова та ринкова інформація по групі порівнюваних підприємств. Вибір порівнюваних підприємств здійснюється з огляду на аналіз схожих підприємств по галузі, продукції, диверсифікації продукції (послуг), життєвому циклу, географії, розмірах, стратегії діяльності, фінансових характеристиках (рентабельності, темпам зростання тощо). Метод визначає рівень вартості неконтрольного пакету акцій.</p> <p>Не відображає повністю вартість суб'єктів господарювання, що беруть участь в інтеграції, оскільки практично не можна знайти повністю ідентичні компанії. Нерозвиненість вітчизняного фондового ринку та брак достовірної інформації ускладнює застосування даного методу.</p>

1	2
<p><b>Метод угод (продажів)</b> є різновидом методу ринку капіталу. Оперує даними про схожі угоди. Він заснований на цінах придбання контрольних пакетів акцій схожих підприємств або цін придбання аналогічних підприємств. Ціна акцій приймається за результатами угод на світових фондових ринках.</p> <p><b>Порівняльний підхід</b> заснований на застосуванні показників ринкової вартості компаній-аналогів. Оперує даними про схожі компанії.</p>	<p>Цей метод може застосовуватися при визначенні вартості контрольного пакету акцій, що дозволяє повністю управляти підприємством.</p> <p>Брак достовірної інформації та відсутність повністю ідентичних угод інтеграції або об'єднань (злиття / поглинання) ускладнює застосування даного методу.</p> <p>Порівняльний підхід (на основі оцінних мультиплікаторів) особливо ефективний у разі існування активного ринку порівнянних об'єктів власності. Точність оцінки залежить від якості зібраних даних, оскільки використання цього підходу базується на основі достовірної інформації про недавні продажі порівнянних об'єктів. Дієвість такого підходу зникається, якщо угод було мало, а моменти їх здійснення і оцінки розділяє тривалий період, якщо ринок знаходиться в аномальному стані, оскільки швидкі зміни на ринку призводять до спотворення показників. Нерозвиненість вітчизняного фондового ринку та брак достовірної інформації ускладнює застосування даного методу.</p>
<p><b>Прибутковий підхід.</b> Він є процедурою оцінки вартості, виходячи з поточною вартістю його майбутніх прибутків, які виникнуть в результаті використання власності і/або можливого подальшого її продажу. У рамках прибуткового підходу існують такі методи, як метод дисконтованих грошових потоків, метод капіталізації потоків, метод доданого економічного прибутку, метод Едвардса-Белла-Ольсона (Модель ЕВО) та інші. Найбільш застосований є метод дисконтування грошових потоків</p> <p><b>Прибутковий метод (метод дисконтування грошових потоків)</b> Починається з підготовки прогнозу руху грошових коштів та розрахунку грошових надходжень, що залишаються у розпорядженні інвесторів (акціонерів, кредиторів). Прогнозовані майбутні грошові потоки приводяться до дати оцінки шляхом дисконтування з урахуванням прибутковості капіталу та ризику. Таким чином обчислюється чиста приведена вартість (NPV). Перевірається, що, чим вища чиста приведена вартість, тим більше привабливе підприємство для інвестицій або інтеграції (поглинання). Вартість компанії визначається як сума дисконтованих операційних грошових потоків за мінусом вартості її боргу.</p>	<p>Є можливість застосування різних підходів до оцінки вартості компанії з урахуванням ризику. Значна доля невизначеності, оскільки метод будується на прогнозних даних про грошові потоки. Основні перешкоди для вітчизняної практики: відсутність у більшості підприємств стабільної дивідендної історії, на підставі якої можна було б прогнозувати розмір грошових виплат акціонерам; завуальованість бухгалтерської звітності. Нездатність методу адекватно розглядати активи, що не генерують стабільні грошові потоки, проте представляють цінність як результат потенційного підвищення вартості підприємства (наприклад, нематеріальні активи). Метод не дає рекомендацій по дях в тих або інших умовах в майбутньому та не враховує можливості зміни плану дій, якщо зовнішні умови зміняться.</p>

1	<p>В економічній літературі виділяють три різновиди методу дисконтованих грошових потоків залежно від того, який показник лежить в основі дисконтування: 1) прогноз майбутніх дивідендів;</p> <p>2) прогноз операційних грошових потоків. Дисконтування здійснюється за ставкою середньозваженої вартості капіталу, яка враховує вартість залучення компанією усіх видів фінансування;</p> <p>3) прогноз вільних грошових потоків (вільні грошові потоки вважаються потенційними виплатами акціонерам; вартість компанії знаходиться як сума вільних грошових потоків, дисконтованих за ставкою вартості акціонерного капіталу компанії).</p> <p><b>Метод опціонів.</b> Розглядає інтегровану структуру або інвестиційний проєкт як систему опціонів. Інвестиції у такому разі розглядаються як купівля опціону, що надає право участі в результатах розвитку інтегрованої структури. Він заснований на уявленні про те, що акціонерний капітал компанії може бути представлений і оцінений як колл-опціон (від терміном «колл-опціон» мається на увазі опціон на купівлю, тобто це контракт, що укладений між двома особами, покупцем і продавцем, відповідно до якого покупець придбаває право купити певну кількість акцій (наприклад, акції певної компанії) у продавця опціону за визначеною заздалегідь ціною в будь-який час (до певної дати включно) на активи компанії при її ліквідації (і виплаті зобов'язань), що створює еквівалент виконання опціону. Ідея застосування методу опціонів заснована на існуючій ірраціональності зростання вартості активів відносно зобов'язань в період до моменту погашення зобов'язань (можливості, що обумовлені змінами ринкової кон'юнктури, технологічними новациями та управлінськими рішеннями) та недопущенні перевищення вартості зобов'язань над вартістю активів. Останнє витікає з принципу обмеженої відповідальності, який захищає акціонерів-утримувачів звичайних акцій публічних (відкритих) компаній у разі, якщо вартість фірми виявиться менше, ніж вартість непогашеного боргу; інвестори не можуть втратити більше свого розміру їх інвестицій у фірму.</p>
2	<p>Метод заснований на припущенні, що протягом усього терміну прогнозування керівництво механічно діятиме відповідно до розробленого на дату оцінки прогнозу руху грошових коштів. Рідко враховується управлінська гнучкість керівництва, його здатність вносити зміни до планів при отриманні нової інформації.</p> <p>Застосування методу опціонів у багатьох випадках дає відповідь на питання, чому невитічні, на перший погляд, інвестиції можуть виявитися насправді прибутковими: цей метод дозволяє враховувати майбутні можливості, що обумовлені сьогоднішніми інвестиціями.</p> <p>Базується на принципах дисконтування, але враховує гнучкість управлінських рішень. Переваги полягають в тому, що результатом оцінки є адаптивний план управління.</p> <p>Цей підхід доцільно застосовувати у випадках, коли: компанії мають велику вірогідність банкрутства; компанії мають обмежену кількість непогашених боргових випусків; дисперсія вартості активів може бути отримана з прийнятною точністю.</p> <p>Метод має деякі обмеження, тому що один з вхідних параметрів - вартість активів підприємства може перебільшувати вартість власного капіталу. Недоліками також є висока трудомісткість і складність, що визначають відповідні вимоги до кваліфікації виконавців.</p>

*Джерело: узагальнено на основі [3; 4; 6-7; 12; с. 119-129; 16; 17; 18; 21; с.13-16; 24; с. 39; 25; 28]*

інтеграції сукупності чинників зовнішнього і внутрішнього економічного середовища. Відповідна методологія розроблена лише для оцінки ефективності злиття і поглинання в умовах розвинутої ринкової системи у вигляді класичних положень за оцінкою вартості компаній. Крім того існують певні відмінності в концептуальних і методологічних підходах щодо дослідження цієї проблеми, чим визначаються істотні відмінності в узагальненнях, висновках і методичних рекомендаціях відносно результативності інтеграційної взаємодії суб'єктів господарювання.

В умовах вітчизняної економіки, де формування корпоративної культури знаходиться в початковій фазі, виключно важливим є врахування напрацювань зарубіжних дослідників, особливо тих, що стосуються скорочення трансакційних витрат, збільшення конкурентних переваг, оптимізації взаємодії керівників та акціонерів.

Розглянута вище еkleктичність концептуальних підходів переконує в доцільності розробки методичного інструментарію оцінки результативності та ефективності інтеграційних процесів господарюючих суб'єктів, логічна послідовність якого передбачає:

а) формування системи критеріїв (визначення загальних і часткових критеріїв) результативності та ефективності інтеграційної взаємодії господарюючих суб'єктів, що враховують показники функціональної, технологічної, економічної, комерційної, бюджетної, інституціональної, екологічної та соціальної ефективності, а також показники якості та інноваційності;

б) обґрунтування основних етапів реалізації алгоритму оцінки ефективності інтеграції;

в) розробку комплексу заходів щодо підвищення результативності інтеграційних процесів господарюючих суб'єктів;

г) розробку рекомендацій щодо ефективної реалізації заходів оцінки ефективності інтеграційних процесів та коригуючих дій.

Узагальнення робіт [3; 8; 10; 12; 13; 14; 15; 16; 17; 18; 22; 24-25; 26; 27; 28] дозволяє систематизувати показники результативності та ефективності інтеграційних процесів суб'єктів господарювання. На нашу думку, оцінка ефективності інтеграційних процесів суб'єктів господарювання в сучасних умовах в кожній конкретній ситуації повинна ґрунтуватися на показниках функціональної, технологічної, економічної, інституціональної, соціальної та екологічної ефективності. Зміст зазначених показників повинен відображати реалізацію тих аспектів інтеграції, які обумовлюють кінцеву ефективність спільної діяльності господарюючих суб'єктів (див. табл. 3).

Перевагами запропонованої системи показників результативності та ефективності, на наш погляд, виступають наступні:

- перспективність з точки зору методичних можливостей використання в системному аналізі державними органами виконавчої

влади стратегічно значущих інтегрованих промислових структур, що входять до рейтингів найбільших компаній і накопичення на цій основі репрезентативної інформаційної бази, на підґрунті якої можливе розробка адекватних довготривалих прогнозів динаміки розвитку;

Таблиця 3

**Показники оцінки результативності та ефективності інтеграції господарюючих суб'єктів**

<b>Показники результативності та ефективності</b>	<b>Зміст (характеристика) показника та алгоритм розрахунку</b>
<b>1</b>	<b>2</b>
Функціональна результативність	Характеризує міру відповідності утвореної інтегрованої структури цільовому призначенню
Економічна доцільність	Характеризує міру відповідності витрат на створення інтегрованої структури та результативності діяльності. Визначається відношенням обсягу передбачених ресурсів (витрат) на створення інтегрованої структури до фактично спожитих; чистого прибутку (чистого доходу) інтегрованої структури та обсягу витрат на створення інтегрованої структури
Технологічна результативність	Характеризує ступінь використання ресурсів в інтеграційних зв'язках, необхідних для виробництва кінцевого продукту. Визначається відношенням обсягу нормативно передбачених ресурсів до фактично спожитих
Економічна ефективність ІС	Характеризує ефективність діяльності інтегрованої структури (ціну виробництва або суспільну вартість товарів та послуг). Визначається: відношенням прибутку інтегрованої структури або окремих суб'єктів господарювання до відповідної величини власного (авансованого) капіталу (модифікована вартість або ціна виробництва); відношенням чистого доходу до витрат на оплату праці (немодифікована суспільна вартість товарів або послуг)
Фінансова результативність	Характеризує фінансовий стан інтегрованої структури. Визначається за допомогою оцінки динаміки показників, що характеризують фінансовий стан (фінансова незалежність, стійкість, ліквідність, платоспроможність, ділова активність, рентабельність тощо); структуру пасивів (автономія, кредитна залежність тощо)
Ефективність продажів та інтеграційної взаємодії в маркетингу	Характеризує попит на продукцію, що виробляється інтегрованою структурою, та ефективність маркетингової діяльності й продажів, враховуючи операційні, фінансові та інвестиційні результати. Визначається відношенням чистого прибутку до чистого доходу (виручки) від реалізації; відношенням приросту чистого доходу (виручки) до витрат на створення загальної системи маркетингу (збуту) ІС; частка прямих продажів продукції та послуг між учасниками інтегрованої структури (минаючи незалежних дилерів) в загальному обсязі продажів
Показник податкового навантаження	Характеризує зміну (зменшення або збільшення) частини податкових виплат у загальній сумі витрат інтегрованої структури або окремих суб'єктів господарювання, а також відбиває міру податкової економії при інтеграції суб'єктів господарювання, що виражається в реалізації механізмів трансферного фінансування, застосування бартерних схем, внутрішньофірмового ціноутворення,

1	2
	системи давальницьких (толінгових) контрактів, використанні консолідованої звітності
Інституціональна результативність	Характеризує міру відповідності господарюючих суб'єктів внутрішній організації інтегрованої структури, дотриманню внутрішніх норм, відповідності правовим нормам, правилам і звичаям суспільства; зміну ступеня монополізації ринку до та після створення інтегрованої структури
Показник якості	Характеризує відповідність якості продукції, що виробляється інтегрованою структурою, нормативам та/або договірним показникам. Наявність та можливість впровадження сучасних систем управління якістю (ISO, HACCP). Визначається співвідношенням обсягів сертифікованої та несертифікованої продукції; питомою вагою у загальному обсязі: продукції вищої категорії якості; продукції, що відповідає міжнародним стандартам; продукції, що експортується; відношенням кількості отриманих рекламацій (суми рекламацій; кількості задоволених рекламацій) за звітний період до минулого; співвідношенням витрат на впровадження сучасних систем якості до загальних витрат
Організаційна результативність	Характеризує міру відповідності витрат на створення нової організаційної структури управління ефективності управління. Визначається співвідношенням витрат на створення нової організаційної структури управління до адміністративних витрат; відношенням операційного прибутку та/або чистого прибутку до витрат на створення нової організаційної структури управління (адміністративних витрат) тощо
Соціальна результативність	Характеризує міру задоволення трудового колективу умовами праці на виробництві, рівень соціальної відповідальності, соціальну етику та соціальне партнерство. Визначається шляхом проведення соціологічних досліджень та на основі розрахунків показників, що виявляють проблеми зайнятості, підтримки соціальної інфраструктури, величину інвестицій в людський капітал; частку витрат на соціальні заходи в сукупних витратах; відповідність витрат на соціальні заходи та мотивацію праці ступеню задоволення трудового колективу; зростання доходів робітників; збільшення робочих місць; покращення умов праці та відпочинку тощо
Показник інноваційності	Характеризує потенціал розвитку, перспективи підвищення конкурентоспроможності інтегрованої структури. Враховує такі структурні характеристики, як: питома вага витрат на НДДКР в загальній структурі витрат; частка щорічно оновлюваної продукції, динаміки оновлення портфеля продукції; кількість розробок або впроваджень нововведень-продуктів і нововведень-процесів; вікова структура устаткування, впровадження нової техніки та технології, питома вага прогресивних технологічних процесів, інформаційних технологій
Показник екологічності	Характеризує стан довкілля, дотримання екологічних норм, обґрунтування витрат на природоохоронні заходи, на створення та реалізацію екологічних програм. Дозволяє визначити ймовірність забруднення навколишнього середовища, збалансованість та співвідношення регуляторів примусово-обмежуючого та стимулюючо-компенсаційного характеру, що забезпечують більш

1	2
	сприятливі умови для природо- та ресурсозбереження (адміністративні, стимулюючі та компенсаційні регулятори впровадження екологічного механізму); ступінь техногенного навантаження на природу через динаміку показників стану навколишнього середовища, екологічності та ергономічності продукції; гарантування екологічної безпеки, поліпшення якості довкілля в наслідок застосування економіко-екологічних інструментів у практиці господарювання інтегрованої структури

*Джерело: узагальнено на основі [3; 8- 18; 21-22; 24- 28]*

- забезпечення можливості зіставлення показників ефективності інтеграційних процесів господарюючих суб'єктів в часі та між собою;
- відповідність принципів оптимізації виробництва з урахуванням характеристик технологічної, соціальної, екологічної, інституціональної результативності при органічному поєднанні показників, що характеризують різні аспекти інтеграції.

Сценарії включають детальний перелік господарюючих суб'єктів, опис конкретних цілей і завдань, які необхідно вирішити в процесі їх взаємодії, вибір типу (виду), форми, методу (способу) інтеграційної взаємодії. У рамках обраного сценарію розробляється комплекс необхідних і можливих заходів, визначаються відповідні кожному заходу та загальні витрати на реалізацію сценарію.

На наступному етапі реалізуються можливі заходи щодо інтеграційної взаємодії відповідно до певного сценарію, що відповідає стратегії учасників. Відбувається перехід від наявної структури взаємовідносин до реалізації бажаного сценарію за допомогою поетапного здійснення запланованих заходів та оцінкою отриманих ефектів інтеграційної взаємодії.

Розробка та реалізація різних сценаріїв інтеграційної взаємодії припускає опрацювання основних заходів у рамках кожного програмного сценарію та визначення міри їх актуальності. Система можливих заходів відповідно до виявлених чинників, реалізація яких, на наш погляд, визначає кінцеву результативність інтеграції господарюючих суб'єктів і показники оцінки їх ефективності.

Оцінка результативності конкретного заходу може бути проведена декількома способами. По-перше, можливе зіставлення ефектів від реалізації конкретного заходу ( $\varepsilon_i$ ) з частковими витратами на його реалізацію ( $c_i$ ). Частковими можуть виступати витрати на формування єдиної транспортної мережі; спеціалізованих збутових організацій, що реалізують продукцію усєї інтегрованої структури; створення єдиного інформаційного поля або комунікаційної системи; проведення НДДКР тощо.

По-друге, можна зіставляти ефекти від реалізації конкретного заходу ( $\varepsilon_i$ ) із загальними витратами на інтеграцію ( $C_j$ ). Необхідно

значити, що загальні витратами на інтеграцію, завжди більше, ніж сума часткових витрат на реалізацію усіх заходів, що пояснюється наявністю постійних витрат, які не залежать від кількості заходів, що приймаються у рамках сценарію інтеграційної взаємодії. Загальними витратами при плануванні та проведенні інтеграції виступають:

1) витрати на опрацювання організаційного проекту (сценарію) та на його узгодження з експертами та відомствами;

2) на формування управляючої компанії (пов'язані з укомплектуванням кадрами і устаткуванням);

3) на формування комунікаційної корпоративної системи (у зв'язку з налагодженням додаткової звітності і механізму поточного інформаційного обміну, участю в органах управління інтегрованої структури тощо);

4) на державну реєстрацію новоствореної інтегрованої компанії;

5) пов'язаних з реорганізацією, впровадженням нової системи стандартів, звітності, управління тощо.

На стадії функціонування інтегрованої структури подібного роду індикаторами ефективності можна вважати: витрати на утримання управлінського персоналу інтегрованої структури; на виконання ряду поточних загальнокорпоративних функцій тощо.

У разі виявлення на одному із етапів невідповідності отриманих результатів прийнятим критеріям, відбувається коригування або відхилення запропонованого заходу. Зрештою робиться вибір сценарію та комплексу заходів, що якнайкраще відповідає стратегії та тактиці формування й розвитку інтегрованої структури.

У разі виявлення на одному із етапів невідповідності отриманих ефектів прийнятим критеріям ефективності, відбувається коригування або відхилення запропонованого заходу. Зрештою робиться вибір сценарію та комплексу заходів, що якнайкраще відповідає стратегії та тактиці інтеграційної взаємодії.

Завершальним етапом стає ухвалення рішення щодо організації співпраці господарюючих суб'єктів в умовах прийнятого сценарію та здійснення передбачених заходів щодо формування та розвитку інтегрованої структури. Розробляється система управління та контролю діяльності учасників інтегрованої структури.

Необхідно зазначити, що сучасна методологія оцінки ефективності інтеграційних процесів повинна розроблятися з урахуванням органічного поєднання економічних і соціальних, якісних і кількісних оцінок, процесних та результативних характеристик взаємодії учасників інтеграційних структур. Одним із існуючих підходів до оцінки ефективності та доцільності формування й розвитку інтеграційних структур є оцінка синергетичного ефекту, що виникає в результаті інтеграційної взаємодії.

Слід зауважити, що додаткові переваги від об'єднання компаній не обмежуються окремими вигодами (збільшенням вартості виробничих активів, економією на масштабі, оптимізацією податкового навантаження, інформаційним ефектом та ін.). У зв'язку з цим результативність та доцільність створення та функціонування нового інтегрованого об'єднання в результаті структурної перебудови декількох суб'єктів господарювання, спрямованої на здійснення спільної діяльності, необхідно розглядати з урахуванням можливості отримання позитивних результатів (синергетичного ефекту) понад сумарний ефект від діяльності цих компаній, що діють як незалежні та самостійні господарюючі суб'єкти [2, с. 170-171].

В інтегрованих виробничих структурах ефект синергії обумовлений тим, що зв'язки між учасниками упорядковуються та розвиваються, стають тіснішими та більш продуктивними. В результаті, по-перше, оптимізується обмін ресурсами, спільне їх використання, що сприяє підвищенню ефективності використання різноманітних ресурсів; по-друге, прискорюється швидкість та інтенсивність інформаційних потоків, що дозволяє учасникам інтегрованої структури своєчасно та адекватно реагувати на зміни зовнішнього і внутрішнього середовища, приймати більш зважені та ефективні рішення; по-третє, розвинені взаємозв'язки учасників ІС у виробничій, збутовій, фінансовій, науково-технічній сфері дають можливість реалізовувати спільні проекти, зміцнюють конкурентні позиції підприємств на існуючих ринках та сприяють виходу на нові.

Для обґрунтування доцільності інтеграційної взаємодії необхідно визначити фінансові та нефінансові цілі та переваги. Можливі додаткові переваги створення та функціонування інтегрованої структури, що визначають мету її створення, представлені в табл. 4.

Таблиця 4

**Можливі переваги створення та функціонування інтегрованих структур**

Мета створення інтегрованої структури	Переваги створення і функціонування інтегрованої структури	Суб'єкти господарювання, що створюють переваги*
Підвищення конкурентоспроможності підприємств, що входять в ІС	- концентрація і швидка мобілізація значних ресурсів на необхідних бізнес-напрямах, оптимізація використання мобілізованих ресурсів у рамках об'єднання; - об'єднання інтелектуального потенціалу і технічних можливостей у рамках інтегрованої структури; - економія, що обумовлена масштабами діяльності	ІС СГ ІС
Максимізація віддачі на вкладений	- концентрація виробничих потужностей; - об'єднання і використання науково-дослідних розробок; - зниження операційних витрат: виробничих,	СГ СГ

капітал	адміністративних, маркетингових та інших; - оптимізація розподілу та використання мобілізованого капіталу у складі інтегрованої структури	ІС ІС
Завоювання нових ринків збуту	- підвищення конкурентоспроможності продукції та підприємств, що входять до складу інтегрованої структури; - концентрація виробничих потужностей; - об'єднання інтелектуального потенціалу, технічних та фінансових можливостей підприємств-учасників інтегрованої структури; - забезпечення контролю за цінами на кінцеву продукцію	ІС СГ СГ ІС
Формування оптимальної вартості та структури капіталу	- отримання додаткових можливостей залучення фінансових ресурсів на вигідних умовах (з точки зору ціни, термінів повернення тощо); - створення «податкового щита», тобто зменшення бази оподаткування в результаті віднесення витрат по боргових зобов'язаннях на собівартість	ІС ІС
Створення ефективної системи менеджменту (у тому числі фінансового)	- централізація інформації та координація дій підприємств групи; - мінімізація адміністративних витрат; - оптимізація організаційної та фінансової структури підприємств, що входять до складу інтегрованої структури	ІС ІС ІС
Оптимізація податкових зобов'язань	- створення «податкового щита»; - оптимальний розподіл коштів між підприємствами, що входять до складу інтегрованої структури	ІС СГ
Мінімізація фінансових та інших видів ризику	- диверсифікація діяльності підприємств, що входять до складу інтегрованої структури; - диверсифікація інвестиційного портфеля підприємств, що входять до складу інтегрованої структури; - стабілізація грошових потоків; - формування оптимальної структури капіталу	СГ ІС ІС ІС

\*ІС – інтегрована структура; СГ– суб'єкти господарювання, що входять до складу інтегрованої структури

*Джерело: адаптовано на основі [2; 5]*

Оскільки наслідком очікуваних переваг є підвищення економічної ефективності діяльності інтегрованої структури та капіталізації компаній, що входять до складу ІС, то розмір вигоди від створення та функціонування об'єднання може бути оцінений на основі показників ефективності діяльності.

Представляється доцільним проведення оцінки доцільності інтеграції, яка обґрунтовується нефінансовими перевагами, шляхом визначення впливу економічного показника на фінансовий (вираження нефінансового показника через фінансовий). Наприклад, якість продукції як нефінансовий показник можна виразити через міру задоволеності клієнтів, яку, у свою чергу, можна оцінити за величиною приросту виручки від реалізації.

Кожен показник системи оцінки доцільності інтеграції визначається метою створення інтегрованої структури та застосовується

для розрахунку розміру відповідної переваги. Фінансовий показник, який береться за основу при розрахунку розміру переваги, залежить від характеру цієї переваги.

Так, якщо створення інтегрованої структури спрямоване на підвищення конкурентоспроможності підприємств, що входять до складу ІС, та дозволило отримати економію на операційних витратах, то для оцінки результативності інтеграційної взаємодії доцільно використовувати прогнозний чистий грошовий потік на інвестований капітал. У такому разі ефект підвищення конкурентоспроможності підприємств, що входять до складу інтегрованої структури, визначається як приріст чистого грошового потоку:

$$V_{synergy} = NCF_{ic} - \sum_{i=1}^n NCF_i, \quad (1)$$

де:  $V_{synergy}$  – синергетичний ефект;

$NCF_{ic}$  – прогнозний чистий грошовий потік на інвестований капітал інтегрованої структури;

$NCF_i$  – прогнозний чистий грошовий потік  $i$ -ої компанії, отриманий за умови здійснення діяльності поза інтегрованою структурою ( $i = 1, \dots, n$ ),

$n$  – кількість компаній, що входять до складу інтегрованої структури.

При створенні інтегрованої структури з метою максимізації віддачі на вкладений капітал на основі концентрації виробництва ефект синергії варто визначати на основі приросту рентабельності власного капіталу підприємств:

$$V_{synergy} = ROE_{ic} - \sum_{i=1}^n ROE_i, \quad (2)$$

де:  $ROE_{ic}$  – прогнозна рентабельність власного капіталу інтегрованої структури;

$ROE_i$  – прогнозна рентабельність власного капіталу  $i$ -ої компанії, отримана за умови здійснення діяльності поза інтегрованою структурою ( $i = 1, \dots, n$ ).

Якщо інтегрована структура створюється з метою підвищення виробничого потенціалу та завоювання нових ринків збуту ефект синергії доцільно оцінювати на основі приросту чистого доходу (виручки) від реалізації продукції (робіт, послуг):

$$V_{synergy} = S_{ic} - \sum_{i=1}^n S_i, \quad (3)$$

де:  $NCF_{ic}$  – прогнозна виручка від реалізації продукції (робіт, послуг) інтегрованої структури;

$NCF_i$  – прогнозна виручка від реалізації продукції (робіт, послуг)  $i$ -ої компанії, отриманий за умови здійснення діяльності поза інтегрованою структурою ( $i = 1, \dots, n$ ).

Ефект синергії аналогічним чином можна визначати при створенні інтегрованих структур з метою отримання інших інтеграційних переваг.

Проте, варто зазначити, що посилення інтеграційної взаємодії та створення інтегрованих об'єднань може викликати й негатив для його учасників, що полягають у наступному: зниження підприємницької активності (інертність при перебудові виробництва, здійсненні масштабних інвестицій, зміні організаційної структури), зниження вартості компаній в результаті диверсифікації виробництва, збільшення сумарних витрат при ускладненні та помилках при побудові організаційної й фінансової структур, зростання рівня небезпеки бюрократизації управління, руйнування налагоджених зв'язків в результаті активізації відцентрових тенденцій тощо [2; 20; 23].

Оцінка недоліків створення та функціонування інтегрованої структури може буди здійснена тим же методом, що і оцінка переваг, тільки оцінюється не позитивний, а негативний ефект.

Таким чином, оцінка ефективності та доцільності розвитку інтеграційних структур може базуватися на кількісному визначенні синергетичного ефекту, що виникає в результаті інтеграції. Проте, загальний синергетичний ефект від створення та функціонування інтегрованих структур може бути як позитивним, так й негативним. В результаті отримання негативного ефекту синергії варто відмовитися від інтеграційної взаємодії з обраним суб'єктом господарювання та здійснити коригування інтегрованої структури.

Методика розрахунку ефекту синергії від отримання окремої переваги є універсальною і полягає у визначенні різниці між прогнозним показником діяльності інтегрованої структури в цілому та сумою значень (середньозваженим значенням) відповідного прогнозного показника діяльності підприємств – учасників інтегрованої структури, що досягаються за умови здійснення їх діяльності поза об'єднанням.

Оскільки головною метою створення та функціонування інтегрованої структури відповідає певна сукупність бажаних переваг, то їх кількість визначає наявність різноманітних показників в системі оцінки доцільності інтеграції.

Ми погоджуємося з І. Івашківською [11, с. 27-28], яка наполягає, що аналіз ефектів синергії має бути побудований як з якісною, так і з кількісною точкою зору. Якісний аналіз припускає визначення усіх можливих ефектів від інтеграції та відбір найбільш вірогідних (реалістичних) причин їх виникнення (стосовно конкретної угоди) на основі виявлення потенціалу комбінування ресурсів.

При кількісній оцінці визначаються прогнозні природи параметрів, що визначають розміри грошових коштів: зростання виручки за рахунок збільшення обсягів продажів, розширення кола нових клієнтів, поліпшення якості продукції, посилення конкурентної позиції компанії;

зниження витрат та прискорення зростання продажів за рахунок економії на масштабах випуску і нових можливостей зростання; зниження витрат за рахунок оптимізації податкових виплат; зниження інвестицій в оборотний капітал і економія інвестицій у довгострокові активи за рахунок економії на масштабах і гнучкості; зміна чистого боргу за рік, приріст позикового довгострокового капіталу з урахуванням впливу фінансової синергії, поліпшення доступу до кредитних ресурсів тощо.

Враховуючи, що інтеграція покликана забезпечити потік відновлюваних вигод, на другому етапі необхідно провести аналіз їх розподілу в часі та окреслити траєкторію їх руху: зростуть або зменшуються додаткові вигоди. Крім того, у кожному конкретному випадку необхідно передбачити у мінливому внутрішньому та зовнішньому середовищах напрям дій інтегрованої структури, тобто сумарний потік додаткових вигод потрібно дисконтувати з метою оцінки їх прибутковості з урахуванням ризику.

Окрім згаданих можливих вигід та витрат, ініціатор інтеграції несе додаткові витрати, що пов'язані з формуванням інтегрованої структури (премія, що виплачується власникам компанії-мети, додаткові інвестиції на реструктурування (оплата боргів придбаної компанії, витрати по виведенню її з фінансової кризи, витрати на створення нової системи управління, розроблення та впровадження комунікаційної системи, модернізацію тощо) та понесені під час здійснення угоди (державна реєстрація, оплата послуг консультантів, витрати з проведення угоди тощо).

Використання в моделі оцінки ефекту синергії змінних, що враховують витрати по проведенню інтеграційних угод, дозволить здійснити його більш достовіру оцінку та завчасно виявити неперспективні угоди.

З урахуванням вищевикладеного, представляється можливим для визначення доцільності інтеграції використовувати модель оцінки ефекту синергії на основі дисконтування грошових потоків, що запропонована І. Івашківською для визначення ефективності угод М&А [11, с. 27].

Проте, урахування особливостей інтеграційних процесів передбачає включення в модель додаткових змінних:

- премії, що виплачується ініціатором інтеграції власникам (акціонерам) компанії-мети (P);
- витрат компанії-покупця в процесі інтеграційної взаємодії (E);
- додаткових витрат, що пов'язані з формуванням та розвитком інтегрованої структури (I);
- приросту прибутку/економії на витратах внаслідок об'єднання управлінських здібностей персоналу інтегрованої структури ( $\pm \Delta L$ ).

Премія, що виплачується власникам (акціонерам) компанії-мети та витрати компанії-покупця в процесі інтеграції розглядаються нами як

одноразові, які ініціатор інтеграції несе безпосередньо у момент укладення угоди, тому вони у запропонованій моделі не дисконтуються.

Ефект від прояву управлінського синергізму ( $\Delta L$ ) розраховується як величина, на яку збільшаться витрати (-  $L$ ) по навчанню персоналу (розробка програми навчання, оплата послуг сторонніх бізнес-тренерів з навчання тощо). Враховуються і вигоди (+  $L$ ), що обумовлені використанням управлінських здібностей менеджерів об'єднаної компанії (управлінського «ноу-хау», оптимізації бізнес-процесів та/або перебудови управлінської структури компанії, внаслідок чого знизяться адміністративні витрати тощо), а також перетворені в грошовий еквівалент показники якості роботи персоналу (сума, на яку знизяться штрафи та пені, що нараховувалися раніше підприємству унаслідок помилок персоналу).

Необхідно зазначити, що приріст виручки ( $\Delta S$ ) та економію витрат ( $\Delta C$ ) підприємств, котрі створюють інтегровані структури, слід розглядати в розрізі окремих галузей з урахуванням можливих інтеграційних переваг, які з найбільшою вірогідністю проявляться при здійсненні інтеграційної взаємодії у підприємств цієї галузі.

Отже, доцільність інтеграції можна визначити на основі чистого приведеного ефекту синергії (NPVS):

$$NPVS = \sum_{t=1}^T \frac{\Delta FCFE_t}{(1 + re)^t} - P - E \quad (4)$$

$$\Delta FCFE = \pm \Delta S \pm \Delta C \pm \Delta T + \Delta NWC + \Delta Capex \pm \Delta L + \Delta Debt - I,$$

де: *NPVS* (*Net present value synergies*) – чистий приведений ефект синергії;

*ΔFCFE* (*free cash flow to the equity holders*) – потік грошових коштів для акціонерів;

*ΔS* (*sales*) – зміна виручки від реалізації продукції (робіт, послуг);

*ΔC* (*costs*) – зміна витрат;

*ΔT* (*tax*) – зміна податкових виплат;

*ΔNWC* (*net working capital*) – зміна інвестицій в оборотний капітал;

*ΔCapex* (*capital expenditure*) – зміна капіталовкладень (інвестицій у довгострокові активи);

*ΔL* (*labor*) – ефект від прояву управлінського синергізму;

*ΔDebt* – зміна дебіторської заборгованості (з урахуванням фінансової синергії);

*I* (*investment*) – додаткові інвестиції на внутрішню інтеграцію та реструктурування інтегрованого об'єднання;

*re* (*return*) – прибутковість акціонерного капіталу (ставка дисконтування), частка одиниці;

*P (premium)* – премія, що виплачується ініціатором інтеграції власникам (акціонерам) компанії-мети;

*E (expenses)* – витрати ініціатора інтеграції в процесі інтеграції.

Запропонований метод оцінки доцільності інтеграції на основі чистого приведеного ефекту синергії дозволяє об'єктивно врахувати та оцінити увесь спектр прояву форм ефекту синергії (як кількісних, так і якісних) та надає можливість відбирати та укладати тільки ті угоди, які будуть перспективними з точки зору доцільності розвитку інтеграційної взаємодії підприємств.

Необхідно зазначити, що реалізація запропонованої комплексної методики оцінки доцільності, результативності та ефективності інтеграційної взаємодії господарюючих суб'єктів передбачає врахування наступних положень:

- показники результативності заходів необхідно розглядати в динаміці, сукупності та взаємозв'язку в цілях отримання повної картини ефективності інтеграції з урахуванням можливих варіацій, коли ефект реалізації певного заходу може бути елімінований негативною дією іншого;

- зіставлення ефектів та витрат передбачає вираховування економічної нерівноцінності здійснюваних витрат та отримуваних результатів у різні моменти часу, інфляцію, невизначеність та ризики, що чинять вплив на ухвалення рішень, та їх порівнянню оцінку;

- оцінка результативності окремих заходів щодо підвищення ефективності інтеграції господарюючих суб'єктів уможливило використання не пов'язаних в єдину систему показників та передбачає дотримання максимальної відповідності кожного показника цільовій орієнтації заходу та повноти віддзеркалення ефекту, що досягається;

- для якісної реалізації запропонованої методики суб'єкти господарювання повинні мати високий управлінський потенціал, але кращим рішенням представляється створення управляючої компанії, що централізує функції стратегічного планування, виробництва, управління, маркетингу, постачання, збуту, НДДКР. При цьому, підвищення управлінського потенціалу визначає ефективність інтеграції господарюючих суб'єктів;

- дослідження взаємодії господарюючих суб'єктів має бути повним і предметним, та спрямованим на виявлення у кожному ланцюгу як найбільш, так і найменш цінних компонентів (з точки зору перспективної стратегії розвитку та забезпечення конкурентних переваг);

- вибір індикатора стратегічного розвитку інтегрованої структури повинен базуватися не на оцінці рівня та динаміки поточного прибутку учасників групи, а враховувати ступінь нарощування інвестиційного потенціалу (у тому числі за рахунок позикових джерел) та конкурентних переваг;

- залежно від обраного методу інтеграції, міри централізації в інтегрованій структурі горизонт прогнозування показників ефективності повинні диференціюватися. При оцінці ефективності угод співпраці доцільно здійснювати планування на період не менше 1 року; об'єднань (злиття або поглинання) – на період не менше 5 років;

- розвиток інтеграції повинен супроводжуватися створенням загальної системи планування та певних цільових завдань для учасників інтегрованої структури;

- при розробці комплексу критеріїв ефективності слід враховувати аналіз середовища функціонування інтегрованої структури; необхідно орієнтуватися на зіставленні характеристик функціонуючої (чи проєктованої) інтегрованої структури та інших компаній, які присутні на споріднених ринках, зокрема в аспекті технологічного рівня виробництва, достатності виробничих потужностей і збалансованості їх окремих елементів;

- включення до складу інтегрованої структури підприємств, що мають незадовільний фінансовий стан, впливає негативно на кінцеву ефективність інтеграції, ускладнює початковий етап становлення інтегрованої структури та може викликати флуктуацію системи.

Отже, розглянуті методичні підходи до оцінки доцільності, результативності та ефективності інтеграційної взаємодії господарюючих суб'єктів представляють комплексне вирішення проблеми підвищення результативності інтегрованих промислових структур у вітчизняній економіці. Дана методика може бути застосовна як на етапі планування інтеграції, дозволяючи приймати обґрунтовані та економічно виважені рішення, так і в процесі функціонування інтегрованої структури з метою розробки заходів щодо коригування недоліків існуючої структури, взаємин господарюючих суб'єктів або помилкових рішень, що приймаються в процесі діяльності інтегрованої структури.

Серед основних дій, що спрямовані на коригування формування та функціонування інтегрованої структури, можна відзначити: зміну структури інтегрованого об'єднання (ліквідація або заміна господарюючого суб'єкта, що не забезпечує ефективність діяльності інтегрованої структури в цілому); розробку та реалізацію заходів щодо приведення характеристик учасника (функціональних, технологічних, економічних, технічних, маркетингових, фінансових, інституціональних, соціальних, екологічних) до необхідного для досягнення цілей інтегрованої структури рівня.

#### **Література:**

1. Авдашева С.Б. Хозяйственные связи в российской промышленности: проблемы и тенденции последнего десятилетия [Текст] / С.Б. Авдашева. – М.: ГУ-ВШЭ, 2000. – 186 с.

2. Балтин В.Э. Оценка эффекта синергии создания и функционирования холдинга / Балтин В.Э., Скобелева Е.В. // Вестник ОГУ. – Оренбург: ОГУ, 2006. – № 8. – С. 170-176
3. Богатая И. Н. Стратегический учет собственности предприятия / И. Н. Богатая. – М.: Феникс, 2001. – 320 с.
4. Галпин Т. Дж. Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний : Методы и процедуры интеграции на всех уровнях орг. иерархии. / Тимоти Дж. Галпин, Марк Хэндон; [Пер. с англ. и ред. Э.В. Кондуковой] – М.; СПб.; К.: Вильямс, 2005. – 237 с. – Библиогр.: с. 235-237.
5. Гостева І.С. Прояви видів втрати зиску в інтегрованих підприємствах / І.С. Гостева //Вісник Східноукраїнського національного університету ім. В.Дала . – 2008. – № 4 (122). – С. 53-59
6. Гохан Патрик А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний [Текст] / Патрик А. Гохан; [Пер. з англ.]. – 3-е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 741 с.
7. Гранди Т. Слияния и поглощения. Как предотвратить разрушение корпоративной стоимости, приобретая новый бизнес [Текст] / Тони Гранди; [пер. с англ.]. – М. : Эксмо, 2008. – 240 с.
8. Дементьев В. Интеграция предприятий и экономическое развитие / Виктор Евгеньевич Дементьев. – М.: ЦЭМИ РАН, 1998. – 114 с. (рус.). (Препринт # WP/98/038)
9. Ендовицкий Д.А. Экономический анализ слияний/поглощений компаний: [научное издание] / Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева. – М. : КНОРУС, 2010. – 446 с.
10. Иванова О. П. Эффективность интеграции: методы оценки / О. П. Иванова. – Кемерово: Кузбассвузиздат, 2002. – 79 с.
11. Ивашковская И. Слияния и поглощения: ловушки роста / Ивашковская И. // Управление компанией. – 2004. – №7. – С. 26 – 29
12. Игнатова Н. В. Влияние межфирменной интеграции на эффективность промышленного производства: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.01 / Н.В. Игнатова. – Волгоград, 2004. – 183 с.
13. Ищенко С.М. Слияния и поглощение компаний: оценка эффекта синергии / С.М. Ищенко. – К. : Науковий світ, 2007. – 95 с.
14. Калинин Д. Новые методы оценки стоимости компаний и принятия инвестиционных решений / Дмитрий. Калинин // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 8. – С. 43-46. – Библиогр.: с. 46.
15. Козик В. В. Ефективність об'єднання промислового і фінансового капіталу / Козик В. В., Бажанова А. І. // Економічні науки. Науковий вісник Чернівецького торговельно-економічного інституту Київського національного торговельно-економічного університету: Зб. наук. пр. за матеріалами XIII міжнародної наук.-практ. конференції. Вип. II. Економічні науки. У 2-х ч. – Чернівці: АНТ Лтд., 2002. – Ч. 2. – С. 262 – 266.