

ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

І.Г. МАНЦУРОВ,
д.е.н., професор, директор НДІ Міністерства економічного розвитку і торгівлі України,
О.В. НУСІНОВА,
к.е.н., доцент, професор, Міжнародний науково-технічний університет

Синергічні ефекти при створенні об'єднань підприємств

Розглянуті особливості функціонування різних типів об'єднань підприємств та сучасні методи їх оцінки. Обґрунтовано необхідність розробки нових методичних підходів до оцінки економічної безпеки холдингів.

Ключові слова: синергічний ефект, об'єднання підприємств, економічна безпека, холдинг.

Рассмотрены особенности функционирования различных типов объединений предприятий и современные методы их оценки. Обоснована необходимость разработки новых методических подходов к оценке экономической безопасности холдингов.

Ключевые слова: синергетический эффект, объединения предприятий, экономическая безопасность, холдинг.

Considered are the peculiarities of functioning of various types of associations of enterprises and modern methods of their evaluation. The necessity for the development of new methodological approaches to the assessment of the economic security holdings.

Постановка проблеми. В сучасних умовах у більшості галузей промисловості України активно йде процес об'єднання підприємств у холдинги. Найбільшими вітчизняними об'єднаннями підприємств є СКМ, «Євраз», «Метінвест», ДТЕК, «Смарт-холдинг», «Приват», ТАС, «Нібулон», «Миронівський хлібопродукт», ІСД, «Інтерпайп», «Феррекспо», «Рошен», «Конті» та інші. Створення об'єднань підприємств дозволяє отримати додатковий економічний ефект синергії та, відповідно, підвищити рівень

економічної безпеки. Так, холдинг «Метінвест» у даний час включає підприємства вугільної, гірничодобувної та металургійної промисловості, які спільно розробляють плани виробництва та реалізації продукції. Це значно підвищує безпеку стабільності. Крім того, за рахунок перерозподілу коштів у межах холдингу створюються умови для активізації інвестиційної та інноваційної діяльності для підприємств, що входять до нього.

Аналіз досліджень та публікацій з проблеми. У роботах вітчизняних авторів [6, 1] головний акцент робиться на переході прав власності на акції компанії-мети. Якщо акціонери зберігають право власності на акції, як і раніше, але на поєднаній основі, то об'єднання компаній називається «злиттям». Якщо ж одна компанія придбає більшу частину акцій іншої компанії, такий процес має назву «поглинання».

Метою статті є аналіз методичних підходів до оцінки економічної ефективності та доцільності створення об'єднань підприємств.

Виклад основного матеріалу. Розглянемо більш детально особливості функціонування різних типів об'єднань підприємств (інтегрованих структур) та сучасні методи їх оцінки. В Україні основним законодавчим актом, що регламентує питання створення та функціонування об'єднань підприємств, є Господарський кодекс [8]. Відповідно до нього об'єднанням підприємств є господарська організація, утворена у складі двох або більше підприємств з метою координації їх виробничої, наукової та іншої діяльності для вирішення спільних економічних та соціальних завдань. Е Господарському кодексу також дається визначення певних видів об'єднань підприємств: асоціація, корпорація, консорціум та

ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

концерн. Також з 2006 року діє Закон «Про холдингові компанії в Україні» [12]. Відповідно до цього закону холдингова компанія – акціонерне товариство, яке володіє, користується та розпоряджається холдинговими корпоративними пакетами акцій (часток, паїв) двох або більше корпоративних підприємств. У свою чергу, корпоративне підприємство – господарське товариство, холдинговим корпоративним пакетом акцій (часток, паїв) якого володіє, користується та розпоряджається холдингова компанія.

Взагалі термін «холдинг» походить від англійського – «тримати» та означає об'єднання підприємств, в якому головна (холдингова) компанія тримає контрольні пакети акцій дочірніх (корпоративних) компаній. Холдинг відноситься до жорстких форм об'єднань підприємств, в яких головна компанія здійснює повний контроль за діяльністю дочірніх компаній. У цьому холдинг схожий з концерном. До м'яких форм об'єднань відносяться асоціація, консорціум, стратегічний альянс. М'які форми особливо популярні для міжнародних об'єднань, тому що дозволяють вести сумісну діяльність при збереженні засновниками юридичної та господарської незалежності.

В Україні отримали найбільше поширення саме холдингові форми об'єднань підприємств. Це зумовлено простотою входження в холдинг за допомогою купівлі–продажу пакетів акцій дочірніх компаній та чітким визначенням прав холдингової компанії як акціонера. В Україні в даний час стрімко розвивається законодавство в напрямі захисту прав саме акціонерів. Так, у 2010 році вступає в дію Закон «Про акціонерні товариства» [11], що значно розширює права акціонерів. Безпосередній захист прав акціонерів здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Крім того, в Україні розвинута інфраструктура ринку цінних паперів, на якому працює велика кількість зберігачів, торговців цінними паперами, компаній з управління активами.

У роботі [10] розглянуті такі моделі створення холдингів:

- модель заснування (створення холдингу та наступне придбання часток участі у діючих компаніях);
- модель злиття (внесення у холдинг часток участі у вже існуючих компаніях);
- модель розділення (повне розділення структурних одиниць компанії);
- модель виділення дочірньої компанії (виділення структурної одиниці від існуючої материнської компанії).

На моделі заснування частіше всього функціонують фінансові холдинги. Модель злиття частіше використовується для отримання конкурентних переваг, вертикальної та горизонтальної інтеграції, диверсифікації та виходу на нові ринки. Модель розділення застосовується у випадку децентралізації управління, для отримання дочірніми компаніями більшої самостійності. Модель виділення використовується для інноваційних проектів з високим рівнем ризику, що потребує залучення зовнішнього фінансування.

Найбільш розповсюдженою в даний час є модель злиття. В роботі [10] розглядаються три варіанти злиття:

1) власник передає акції холдингу та усе керівництво здійснюється менеджерами холдингу, зміна часток володіння не відбувається;

2) два власника, що сумісно володіють двома компаніями, приймають рішення про управління через холдинг, зміна часток володіння також не відбувається;

3) кожний з акціонерів володіє капіталом лише однієї компанії, при передачі акцій холдингу може бути зміна часток через коефіцієнти обміну.

У другому варіанті частки акціонерів А та В у новій компанії в роботі [10] визначаються за формулами:

$$k_a = \frac{a_1 S_1 + a_2 S_2}{S_1 + S_2}; k_b = \frac{b_1 S_1 + b_2 S_2}{S_1 + S_2},$$

де a_1, a_2 – частки участі акціонера А в компаніях 1 та 2 до злиття;

b_1, b_2 – частки участі акціонера В в компаніях 1 та 2 до злиття;

S_1, S_2 – вартість компаній 1 та 2 до злиття, грн.;

k_a, k_b – частки акціонерів А та В у новій компанії.

У третьому варіанті частки у новій компанії визначаються за формулами:

$$k_a = \frac{z_1 a_1 S_1}{S_1 + S_2}; k_b = \frac{z_2 b_2 S_2}{S_1 + S_2},$$

де z_1, z_2 – коефіцієнти обміну акцій для компаній 1 та 2.

Злиття та поглинання (Mergers and Acquisitions, M&A) є однією з моделей створення холдингів та основою їх існування. Компанія–покупець та компанія–мета за рахунок M&A можуть отримати суттєвий ефект синергії, це в свою чергу, дозволяє підвищити рівень їх економічної безпеки. Тому розглянемо сучасні підходи та основні типи злиття та поглинання.

У роботі [14, с. 24] дається таке визначення: «Корпоративне поглинання – це процес, який передбачає, що акції або активи корпорації стають власністю покупця». Аналогічне визначення надано також у роботі [16]. При цьому злиття – це більш вузький термін для певної юридичної процедури, яка може настати, а може і не настати після поглинання. У роботі [16, с. 86] надано таке визначення: «Злиття – це об'єднання двох компаній, в якому перша абсорбується другою або з двох первісних формується нова юридична особа».

У роботі [16] розглянуто такі мотиви для продавців та покупців пакетів акцій (табл. 1). Аналогічні мотиви розглянуто також у роботах [1, 3, 5, 6]. На наш погляд, найбільш повний перелік мотивів злиття та поглинання приведений у роботі [15]. Даний автор згрупував зазначені мотиви у три групи:

1) мотиви зменшення відтоку ресурсів (економія, обумовлена масштабами; мотив підвищення ефективності роботи з поставальниками; мотив ліквідації дублюючих функцій; мотив кооперації в області НДДКР; мотив зменшення податків, митних платежів, інших зборів; мотив переваг на ринку капіталу; мотив усунення неефективності керування);

2) мотиви збільшення/стабілізації притоку ресурсів (мотив взаємодоповнюючих ресурсів; мотив придбання великих контрактів; мотив переваг на ринку капіталу; мотив монополії; диверсифікованість виробництва, можливість використання надлишкових ресурсів; мотив доступу до інформації, ноу-хау);

3) нейтральні стосовно руху ресурсів мотиви (мотив різниці в ринковій ціні компанії та вартості її заміщення; мотив різниці між ліквідаційною та поточною ринковою вартістю (продаж «врозкид»); особисті мотиви менеджерів, прагнення збільшити політичну вагу керівництва компанії; мотив захисту від поглинання; мотив too big to fail – занадто великий, щоб збанкрутувати).

У роботі [6] наведено найбільш повну класифікацію злиттів та поглинань компаній за такими ознаками:

- за характером інтеграції компаній (горизонтальні, вертикальні, родові та конгломератні злиття, злиття з розширенням продуктової лінії, з розширенням ринку);
- за національною приналежністю (національні, транснаціональні злиття);
- за способом об'єднання потенціалу (корпоративні альянси, корпорації, виробничі, фінансові злиття);
- за відношенням компаній до злиття (дружні, ворожі);
- за умовами злиття та поглинання (злиття на паритетних та непаритетних умовах, з утворенням нової юридичної особи, повні та часткові поглинання);
- за механізмом злиття (злиття з приєднанням всіх активів та зобов'язань, придбання деяких активів, купівля акцій компанії з оплатою грошовими коштами або акціями та іншими цінними паперами).

У сферу M&A прийнято відносити не лише купівлю–продаж контрольного пакету акцій для розширення бізнесу, а також виділення бізнесу та зміну структури власності компанії.

Розширення бізнесу проводиться у формі горизонтальних, вертикальних та конгломератних злиттів, спільних підприємств та альянсів. У роботах [1, 6] розглядаються три типи конгломератних злиттів:

- злиття для розширення спектра продуктів (product extention merger);
- злиття для географічного розширення (market extention merger);
- чисто конгломератні злиття, що поєднують фірми з непов'язаними та неспорідненими видами діяльності.

Спільні підприємства та альянси створюються, як правило, на обмежений строк для виконання певних сумісних проектів.

Виділення бізнесу в процесі M&A розглядається у роботах [1, 5, 3]. Даний вид M&A включає два основних види: відокремлення (spin-off) та дивестиція (divestiture) окремих підрозділів. У результаті відокремлення створюється окрема юридична особа, дочірня компанія, в якій акціонери материнської компанії

отримують частку пропорційно їх частці у материнській компанії. При цьому материнська компанія не отримує грошових коштів від такої трансформації. Існують два підвиди відокремлення:

- розбиття компанії (split-up), коли материнська компанія розщеплюється на кілька компаній у результаті серії відокремлень, а сама перестає існувати;
- виділення (split-off), коли частина акціонерів материнської компанії одержує акції нової дочірньої компанії в обмін на акції материнської компанії та у такий спосіб утворюються дві групи акціонерів.

Дивестиція означає продаж частини компанії третій стороні. В результаті продавець отримує грошові кошти або еквівалентне відшкодування.

Зміна структури власності компанії в процесі M&A розглядається у роботах [1, 14, 5, 3]. До цього класу відносяться угоди по перетворенню відкритого акціонерного товариства в закрите або в партнерство (going-private transactions), коли всі акції придбаються невеликою групою інвесторів. У деяких випадках вони приймають форму вижимання (squeeze out), коли усувається участь у компанії дрібних акціонерів. Ця операція може бути проведена у формі пропозиції про обмін (exchange offer), коли акціонерам пропонується обміняти звичайні акції на привілейовані або на облігації. Інший спосіб – просто викуп компанією частини власних акцій, що перебувають в обігу (share repurchase).

Часто ініціатором перетворення в закрите товариство є вище керівництво компанії, і в результаті такої угоди саме керівники стають власниками приватної компанії. У цьому випадку угода називається «викуп керуючими» (Management buyout, MBO). Угоди по перетворенню відкритого акціонерного товариства в приватну компанію часто відбуваються з використанням значних позик. Такі угоди по повному викупу відкритих акціонерних товариств або їх активів з використанням значного боргового фінансування називаються «викупом з важелем» (Leveraged buyout, LBO). MBO частіше проводиться як «викуп з важелем». Потужна хвиля LBO і MBO прокотилася в другій половині 1980-х років у США. Багато в чому це було пов'язано з розвитком інструментів боргового фінансування, а саме високоприбуткових (викидних) облігацій (high-yield, junk bonds).

У більшості робіт [16, 13, 9] головна увага приділяється організаційним питанням та розробки стратегічного плану дій у процесі M&A.

У роботі [9] запропоновано таку послідовність дій для покупців:

- 1) обґрунтування стратегії придбання;

Таблиця 1. Мотиви злиття та поглинання компаній

Мотиви для продавців	Мотиви для покупців
Особисте бажання вийти у відставку через вік, слабке здоров'я, сімейні проблеми, втому. Потреби власників, пов'язані з майновим плануванням. Відсутність спадкоємця, в тому числі конфлікти серед членів родини або власників, втрата ключових персон. Потреби у додатковому капіталі для фінансування зростання. Низька ефективність діяльності або фінансові складнощі. Наявність стратегічних недоліків, які не можуть бути подолані незалежним бізнесом. Ринкові або галузеві умови, що створюють високу ціну продажу	Розширення асортименту продукції або географічних ринків. Прагнення покращити можливості зростання. Збільшення прибутковості та грошового потоку завдяки зниженню витрат або зростанню доходів. Розширення конкурентних переваг або усунення недоліків. Придбання потрібної технології або виробничих потужностей більш швидко, ніж розширення бізнесу зсередини. Припинення входу на ринок конкурента. Краще використання надмірного капіталу чи менеджменту. Диверсифікація з метою мінімізації ризику

ЕКОНОМІЧНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ГАЛУЗЕЙ ТА ВИДІВ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

2) вибір компанії–мети та її оцінка з премією за контроль або іншу синергію;

3) визначення суми плати за придбання та джерел фінансування (грошові кошти або акції);

4) безпосередньо виконання робіт з придбання після укладання угоди.

У роботі [13] до цього переліку додається також важливий етап переговорів та торгів. У роботі [16] розглядається послідовність дій не лише для покупців, але і для продавців (табл. 2).

Цілі створення холдингів дуже схожі з розглянутими вище мотивами M&A. В роботі [2] розглядаються такі цілі створення холдингів: створення технологічно пов'язаних виробничих та збутових ланцюгів, диверсифікація бізнесу, оптимізація структури управління, створення власної сервісної мережі, відокремлення видів діяльності, що ліцензуються, зниження ризиків та підвищення стійкості бізнесу.

В економічній літературі [10, 2, 7] розглядаються різні форми та види холдингів. У роботі [2] пропонуються такі класифікації холдингів:

- за способом контролю головної компанії (майновий, договірний холдинг);

- за функціями головної компанії (чистий холдинг, в якому головна компанія виконує лише контрольні функції; змішаний холдинг, в якому головна компанія веде також власну виробничу діяльність);

- з точки зору виробничого взаємозв'язку підприємств холдингу (вертикально інтегрований, в якому підприємства пов'язані технологічним ланцюгом; конгломератний, що поєднує різноманітні не пов'язані підприємства);

- залежно від взаємного впливу компаній холдингу (класичний, в якому дочірні підприємства не володіють акціями головної компанії; перехресний, в якому підприємства володіють контрольними пакетами акцій одне одного).

Перехресні холдинги розповсюджені в Японії, де банк та підприємство володіють контрольними пакетами акцій один одного. В той же час в Україні за законом про холдинги [12] для дочірніх підприємств володіння акціями головної компанії не дозволяється.

У роботі [10] додаються такі класифікації холдингів:

- за характером виконуваних задач (оперативний, стратегічний, фінансовий);

- за місцем розташування (національний, транснаціональний).

У роботі [7] остання класифікація більш деталізується на регіональний, міжрегіональний холдинг та мегапідприємство.

При цьому даний автор виділяє такі мотиви інтеграції компаній: збільшення ступеню контролю за дочірніми підприємствами (активами холдингу); можливість використання відлагоджених управлінських технологій; наявність регіонального досвіду або переваг; концентрація контролю над ключовими ліцензіями та ноу–хау; збільшення маневреності активів; майнові інтереси; підвищення капіталізації; зниження проблемних ризиків.

У процесі оцінки економічної ефективності та доцільності створення об'єднань підприємств різних типів визначається так званий «ефект синергії», який виникає, коли економічний ефект при взаємодії кількох підприємств перевищує сумарний економічний ефект у разі їх окремого існування.

У такому випадку можуть виникнути такі синергії:

- операційні (економія операційних витрат, витрат на дослідження та розробки, ефект комбінування взаємодоповнюючих ресурсів, розширення ринкової ніші);

- фінансові (утворення податкових щитів, збільшення дивідендних виплат, інвестування тимчасово вільних грошових коштів, зниження ризиків та управління ними).

У роботах [10, 7] до фінансових синергій додаються можливості перерозподілу фінансових потоків, прибутку між дочірніми компаніями, зокрема у разі погіршення економічної ситуації на одному з локальних ринків. В операційних синергіях додається сумісне навчання персоналу.

Крім того, даний автор виділяє:

- інвестиційний синергізм (сумісне використання сировини, досліджень та розробок, загальної технологічної бази, сумісна обробка виробів, сумісне використання обладнання);

- синергізм продажів (сумісне використання каналів збуту та розподілу продукції, управління процесом реалізації з єдиного центру; спільна марка, репутація та реклама сприяють збільшенню продажів);

- синергізм менеджменту (виникає, коли знання та досвід менеджерів дозволяють їм ефективно керувати новим бізнесом);

- синергізм кооперації (виникає при створенні вертикально–інтегрованих структур, що дозволяє знижувати ризики при організації постачань та збуту, знижувати закупівельні ціни та управлінський апарат).

У роботі [10] пропонується два способи вимірювання ефекту синергії: 1) скорочення витрат при сумісному веденні операцій при даному рівні доходу; 2) збільшення прибутку при даному рівні інвестицій.

Таблиця 2. Послідовність дій для продавців та покупців

Дії продавців	Дії покупців
1. Ідентифікація потенційних наслідків бездіяльності, втрачені можливості. 2. Ідентифікація ключових нефінансових проблем. 3. Зберіть команду консультантів. 4. Ідентифікуйте можливі альтернативи. 5. Підготовка та фінансова оцінка альтернатив. 6. Підготовка меморандуму про пропозицію	1. Зв'язок плану поглинання із загальним стратегічним планом. 2. Формування ефективної команди поглинання. 3. Визначення критеріїв поглинання. 4. Розгляд слабких сторін компанії–мети в порівнянні з сильними сторонами покупця. 5. Визначення процесу пошуку. 6. Обрання критеріїв пошуку та знаходження цільових компаній. 7. Встановлення принципів процедури первісного контакту. 8. Визначення процедур для розгляду рекомендацій команди поглинання. 9. Визначення тону листа про наміри

У роботі [16] до цих показників додається ефект від удосконалення процесів та фінансова економія.

При цьому на початковому етапі злиття (при здійсненні інвестицій) даний автор виділяє грошовий та часовий синергізм. При операційному етапі (після проведення інвестицій) виникає ефект масштабу (зниження витрат на одиницю продукції при збільшенні обсягів виробництва), ефект диверсифікації (зниження витрат за рахунок збільшення завантаженості обладнання, зниження ризиків, пов'язаних зі зниженням попиту на певні види продукції, перерозподіл витрат), синергізм кооперації холдингу з зовнішніми компаніями.

У роботі [10] пропонується така формула інтегрального ефекту холдингу $S(H)$:

$$S(H) = \sum_{i=1}^L \left(\sum_{k=1}^K S^k(H_i^k) + \Delta(H_i^1, \dots, H_i^K) \right) + \Delta_L(H_L^1, \dots, H_L^K), \quad (3)$$

де $S^k(H_i^k)$ – ефект, що досягається k -ю дочірньою компанією при її відокремленому функціонуванні, грн;

$\Delta(H_i^1, \dots, H_i^K)$ – синергетична складова інтегрального ефекту, обумовлена взаємодією дочірніх компаній, грн;

L – число компаній, з якими здійснюється кооперативна взаємодія компаній холдингу;

$\Delta_L(H_L^1, \dots, H_L^K)$ – синергетична складова інтегрального ефекту, обумовлена кооперацією з незалежними компаніями, грн.

У роботі [16] пропонується з ефекту синергії вираховувати премію за поглинання, яку холдинг сплачує підприємству–меті при купівлі його акцій зверху їх біржової вартості. Отриманий результат визначає чисту поточну вартість (NPV), яку отримує холдинг:

$$NPV = E_{\text{син}} - \text{Ппогл}, \quad (4)$$

де $E_{\text{син}}$ – ефект синергії, грн;

Ппогл – премія за поглинання, грн.

У разі злиття часто проводиться обмін акцій підприємства–мети на акції нового підприємства з певним коефіцієнтом обміну, визначеним за ринковою вартістю цих підприємств. Крім того, може проводитись повна або часткова сплата за акції підприємства–мети грошовими коштами. У роботі [3] при оцінці злиття/поглинання з позиції покупця запропоновано вираховувати суму цих коштів з чистого доходу:

$$NPV = E_{\text{син}} - \text{Ппогл} - \text{ГКпогл}, \quad (5)$$

де ГКпогл – сума грошових коштів, сплачених при поглинанні, грн.

У роботах [16, 3] зазначається, що досить часто покупці (холдинги) переплачують більше, ніж отримують від злиття, що пов'язано із завищеними очікуваннями інвесторів. Тому потрібно обов'язково проводити поглиблений аналіз ефекту синергії.

На нашу думку, найбільш повний метод визначення ефекту синергії наведено у роботі [15]:

$$3CE_t = CEM_t + CEK_t + CEN_t + CEMo_t + CEL_t + CEV_t + CED_t, \quad (6)$$

де $3CE_t$ – загальний одномоментний синергетичний ефект (CE) у момент часу t після злиття/поглинання;

CEM_t – ефект масштабів при досягненні більш оптимального обсягу виробництва та взаємодоповнення ресурсів (розрахову-

ється як сума різниць неоптимальних і оптимальних витрат на одиницю продукції, помножених на реальний обсяг виробництва по видах продукції);

CEK_t – ефект, що досягається на ринку капіталу (прибуток на кредити та інший капітал при випуску акцій, що може бути отриманий лише у випадку злиття/поглинання; різниця в сплачених відсотках за кредит);

CEN_t – ефект, що досягається за рахунок зниження сплати податків, мита, інших платежів у держбюджет;

$CEMo_t$ – ефект, що досягається за рахунок «монопольного» положення на ринку та можливості впливати як на споживачів/замовників, так і на постачальників (здатність уникнути цінової конкуренції, тиск на постачальників і одержання знижок на більш обсяги поставок, виграш великих, у тому числі державних, контрактів);

CEL_t – ефект, що досягається за рахунок централізації, виключення дублюючих функцій і економії в такий спосіб поточних витрат (розраховується як різниця між сумою витрат окремих внутріфірмових одиниць до об'єднання та витратами централізованої одиниці);

CEV_t – ефект, що досягається за рахунок кращого управління та усунення неефективності процесів (розрахунок проводиться шляхом порівняння старих і нових величин витрат по окремих процесах);

CED_t – ефект, що досягається за рахунок диверсифікованості (підвищення попиту на продукцію внаслідок розширення асортиментів, використання переваги «все з одних рук» при одержанні великих замовлень, збільшення збуту в зв'язку з використанням нових каналів і ринків збуту при географічній диверсифікованості, зниження ризику загальних втрат).

У свою чергу, сумарний очікуваний синергійний ефект від угоди по злиттю/поглинанню розраховується як дисконтована в часі сума ефектів $OCEt$ за винятком величини сплаченої премії, безпосередніх витрат на поглинання в початковий момент і витрат протягом фази після поглинання:

$$CCE = \sum_{t=1}^T \frac{3CE_t}{(1+k)^t} - 3B,$$

де CCE – сумарний очікуваний синергійний ефект від угоди по злиттю/поглинанню;

$3B$ – загальні витрати на поглинання та премія за контроль;

T – період планування;

k – ставка дисконту.

На високу частку невдалих угод при злитті та поглинанні компаній наголошується також у роботах [13, 9]. У роботі [13] пропонується окремо визначати універсальні, специфічні та унікальні синергійні переваги. У роботі [9] пропонується визначити ринкову вартість компанії «статус-кво» (без урахування її купівлі) та вартість у разі купівлі цієї компанії. Ефект синергії визначається як перевищення вартості у разі купівлі над вартістю «статус-кво».

При цьому в обох випадках прогнозуються грошові потоки та вартість визначається загальноприйнятим доходним методом. Особливістю оцінки є прогнозування зміни бета-коефіцієнту у

разі купівлі компанії, який враховує зміну ризиків та прямо впливає на ставку дисконтування.

Отже, ефект синергії виникає за рахунок комбінування взаємодоповнюючих ресурсів компаній: фінансових, матеріальних, інформаційних, трудових.

У роботі [4] запропоновано для підприємств, що входять в об'єднання, визначати коефіцієнти власних виробничих (K_v) і транзакційних витрат (K_{tr}) за формулами:

$$K_v = \frac{B_v \times q_{ij}}{C_n \times q_i} \times 100\%$$

$$K_{tr} = \frac{B_{tr} \times q_{ij}}{C_n \times q_i} \times 100\%$$

де B_v, B_{tr} – відповідно власні виробничі і транзакційні витрати підприємства;

C_n – повна собівартість продукції підприємства;

q_{ij} – обсяг продукції, придбаної підприємством j у підприємства i ;

q_i – обсяг продукції, реалізованої підприємством i .

Як відмічає даний автор, нерівність $K_v < K_{tr}$ вказує на доцільність вертикальної інтеграції підприємств, а $K_v > K_{tr}$ – відповідно горизонтальної інтеграції. При визначенні об'єктів для інтеграції потенційні партнери повинні мати такі значення коефіцієнтів: для вертикальної інтеграції – однаково високі показники транзакційних витрат, а для горизонтального – однаково високі показники власних виробничих витрат.

Висновки

Отже, більшість авторів при оцінці інтегрованих структур визначають операційні та фінансові синергії. На наш погляд, створення об'єднань підприємств дозволяє також підвищити рівень економічної безпеки підприємств, що входять до об'єднання, тобто має місце синергія безпеки. Тому доцільним є проведення оцінки економічної безпеки не лише окремих підприємств, але й об'єднання підприємств в цілому. При цьому можуть використовуватися ті ж самі показники, що й при оцінці економічної безпеки окремих підприємств.

Література

1. Аккерман Ш., Свирщевская А. Алфавит M&A // Рынок ценных бумаг. – 1998. – №6. – С. 20–37.
2. Берзон Н. Современные тенденции развития холдингов // Управление компанией. – №4. – 2004. – С. 10–42.
3. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. – М.: Олимп-Бизнес, 2008. – 1008 с.
4. Брусильцева Г.М. Теоретичні та практичні аспекти формування стратегії інтеграції промислових підприємств // Економіка розвитку. – 2007. – №2. – С. 114–116.
5. Ван Хорн Дж.К. Основы управления финансами: Пер. с англ. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 800 с.
6. Владимиров И.Г. Слияния и поглощения компаний // Менеджмент в России и за рубежом. – 1999. – №1. – С. 15–28.
7. Голубев М.П. Имущество корпорации. – М.: Научная книга, 2006. – 322 с.
8. Господарський кодекс України №436–IV від 16.01.2003 // Офіційний вісник України – 2003. – №11. – С. 303, ст. 462.
9. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
10. Данников В. Холдинги в нефтегазовом бизнесе: стратегия и управление. – М.: Элвойс–М, 2004. – 464 с.
11. Закон України «Про акціонерні товариства» №514–VI від 17.09.2008 р. // Відомості Верховної Ради України. – 2008. – №50–51. – Ст. 384.
12. Закон України «Про холдингові компанії в Україні» №3528–IV від 15.03.2006 р. // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – №34. – Ст. 291.
13. Коупленд Т., Коллер Т., Муррін Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – 3-е изд., перераб. и доп. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2008. – 576 с.
14. Рид С.Ф., Рид А.Л. Искусство слияний и поглощений: Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 958 с.
15. Савчук С.В. Анализ основных мотивов слияний и поглощений // Менеджмент в России и за рубежом. – 2001. – №5. – С. 45–69.
16. Эванс Ф. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях / Эванс Ф.Ч., Бишоп Д.М.; Пер. с англ. – 2-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 332 с.

М.Д. БІЛИК,
д.е.н., професор, Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана,
Д.М. АРТЕМЕНКО,
оцінювач, виконавчий директор ТОВ «АКО ЕКСПЕРТ»

Особливості визначення ставки капіталізації при оцінюванні комерційної нерухомості в Україні

У статті розглянуто особливості визначення ставки капіталізації при оцінюванні комерційної нерухомості в Україні. Запропоновано при економічній оцінці дохідної нерухомості застосовувати метод ринкової екстракції (особливо в умо-

вах фінансово-економічної кризи); модель Інууда при оцінці спеціалізованої нерухомості (газо-, електро-, водопроводів); розроблення єдиних ставок капіталізації з метою забезпечення прозорості при застосуванні дохідного підходу