

Сейдаметова Л.Д., Мерджанова Л.З.

УДК 334.7

ВИКОРИСТАННЯ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО ПІДХОДУ В УПРАВЛІННІ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ НА ОСНОВІ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ

Сучасна концепція стратегічного управління підприємством – це концепція ефективного управління, яка полягає в постійній готовності суб'єкта підприємницької діяльності до змін, що у свою чергу вимагає постійного наукового пошуку у методології управління підприємствами. Готовність підприємства до змін забезпечує йому довгостроковий життєвий цикл та розвиток в умовах ринку. Мирова фінансова-економічна криза, обумовлена, в першу чергу, зростанням використання механізмів реструктуризації, що сприяло досягненню деякої стабільності на ринку та стала «...одним з головних інструментів стратегії форсованого розвитку бізнесу» [1, с. 32]. Як зазначена у роботі [2, с. 1] сучасна динаміка розвитку реструктуризації промислових підприємств відображає п'ять хвиль поглинання та злиття, у результаті яких суб'єкт підприємницької діяльності покращує свої ринкові позиції, збільшує вартість бізнесу та його адаптивні властивості. Отже, можна дійти до висновку, що процес злиття та поглинання (реструктуризації) компанії, насамперед, впливає на вартість корпорації та оновлення його ринкових позицій.

Метою даної статті є узагальнення теоретико-методологічних підходів щодо використання вартісно-орієнтованого підходу в управлінні реструктуризації компаній будівельної галузі на основі злиття та поглинання.

Проблемі вартісної оцінки та інвестиційної привабливості корпорацій присвячені наукові праці М.Десмона Гленна, Т.Коллера, Т. Коупленда, Д. Муррина, Н. Ордуєєва, Ш.П. Пратта, П. Ріс Ричарда, Дж. Фридмана, Ф.Ч. Еванса, Д.М. Бішопа та ін.

Дослідженню проблем підвищення ефективності оцінки та управління інтегрованою структурою, що виникла у результаті реструктуризації на основі злиття та поглинання присвячені роботи А. Байда, М. Бредлі, Л.Дж. Гітмана, А. Дамодарна, М. Джонса, Дж.М. Кейнса, Дж. Кларска, К. Маркса, К. Татеїсі, Дж. Стіглера, Р. Харрода, Й. Шумпетера.

Теоретико-практичні аспекти та питання виникнення протиріч ефективності реструктуризації корпорацій шляхом злиття та поглинання знайшли своє відображення у наукових працях Л. Абалкіна, Е. Альмана, Ю. Бріггема, Р. Брейлі, П. Гохана, А. Кондрат'єва, И. Кожуховського, И. Лютовой, Т. Момот, У. Петті, Н. Розановой, И. Чекуната ін.

За даними агенції Thomson Reuters у 2010 р. світовий ринок злиття та поглинання (M&A) зріс з 2007 р. на 20% (загальний обсяг контрактів досяг 2,25 трлн. Дол. США). На ринках, що розвиваються було укладено угод на суму 378 млрд. дол.. США, а доля цих ринків у світовому обсязі M&A становила 17%, і стала абсолютним рекордом цього десятиріччя. Однак, якщо розглянути подібні статистичні дані по Україні, то вони не є оптимістичними: так, по угодам M&A заключено контрактів на суму 8 млрд. дол. США, що становить всього 2% від загальної суми угод, що були здійснені на ринках що розвиваються, або лише 0,3 % від загального обсягу угод на загальносвітовому ринку M&A [1, с. 32]. Така, не дуже оптимістична ситуація на ринку M&A в Україні, на нашу думку, склалася виходячи із декількох негативних факторів: по-перше – це «не зовсім ринкові» відношення, що склалися в економіці України, по-друге – розходження в оцінці вартості бізнесу власниками корпорацій та очікуванням інвесторів й по-третє – не готовність українського корпоративного законодавства до заключення угод на ринку M&A. Тому, виходячи з економічної ситуації, що склалася у країні, та низки проблем, що виникли як правовому полі так й методичних підходах що до оцінки вартості корпорацій необхідні постійні наукові дослідження та розвиток методичних та практичних аспектів управління реструктуризацією компанією на основі злиття та поглинання.

Основні результати дослідження. Фінансова-економічна криза останніх років обумовила необхідність пошуку нових підходів щодо економічної організації суб'єктів господарювання, дослідженню інструментів оздоровлення. Вітчизняні корпорації стоять перед гострою проблемою подолання кризової ситуації шляхом використання конкретних та ефективних мір. Виникає необхідність пошуку дієвих механізмів щодо виходу з кризи, необхідність вивчення сучасних методів реструктуризації власності. Одним з способів рішення цієї

проблеми є використання злиття та поглинання (M&A). Однак, як зазначив П. Сафонов достовірність результатів злиття та поглинання на сучасному рівні розвитку теорії розрахувати проблематично [2, с. 8].

Як у світовій так й вітчизняній практиці інтеграційні процеси є властивістю виникнення економічних проблем. Інтеграція, як сам процес реструктуризації з'явився не так давно й фундаментом «реструктуризації» суб'єктів господарювання є саме економічна складова. У своєму дослідженні П. Сафонов узагальнює поняття «інтеграція» наступним чином:

- заповнення, відновлення, стан зв'язаних окремих частин й їх функцій в цілому;
- об'єднання економічних суб'єктів, поглиблення їх взаємодій, розвиток зв'язків між ними, що є проявом розширення та поглиблення виробничо-технологічних зв'язків, спільним використанням ресурсів, об'єднанням капіталу, створенні сприятливих умов для спільної економічної діяльності, знятті бар'єрів;
- процес розвитку глибоких та стійких взаємозв'язків, у результаті чого відбувається зрощення процесів виробництва, наукового співробітництва, створення тісних господарчих, науково-виробничих та торговельних зв'язків;
- комплекс організаційних форм розвитку співробітництва підприємств різних сфер та видів діяльності, галузей;
- об'єктивний, усвідомлений (добровільний) та спрямований процес зближення, взаємоприспособлення та зрощування національних господарств, що мають потенціал саморегулювання та саморозвитку [2, с. 8-9].

Отже можна зробити висновок про те, що поняття «інтеграційні процеси» використовується у контексті взаємозалежності, з'єднання, зрощування частин у єдине ціле й є синонімом сучасної парадигми концепції злиття та поглинання.

Процес глобалізації світової економіки показав, що ефективним механізмом управління суб'єктами господарювання та задля отримання додаткових конкурентних переваг, реалізації масштабних проектів, подолання проблем різного характеру є створення інтегрованих корпоративних структур (ІКС) й це насамперед стосується підприємств будівельної галузі, тому що подібне об'єднання підприємств та капіталу характеризується великою фінансовою стійкістю та результативністю.

Як зазначено у роботі [3, с. 13] «...об'єднання підприємств відбувалося не тільки шляхом прямого поглинання дрібних, але і приєднання до себе, підпорядкування, включення в свою групу, у свій концерн за допомогою участі у їхньому капіталі, купівлі й обміну акцій, системи боргових відносин и т.п., що і спричинило появу холдингових компаній».

Необхідно зазначити, що ІКС відіграють велику роль у економіці США. На сьогодні у країні нараховується близько 100 багатогалузевих корпорацій, які є високо інтегрованими фінансово-промисловими групами та на їх частку передпадає 55–60% ВВП США, кожна компанія у своєму складі підприємства 25 галузей. Американська модель управління інтегрованими структурами створюється з урахуванням ринково-орієнтованої фінансової системи на основі високого рівня розвитку ринку капіталу, широкого вибору різних фінансових інструментів. Крім того, на процес створення ІКС значно вплинуло антимонопольне законодавство країни, яке заперечує поєднання банківського та промислового капіталу. Отже, у США корпоративне управління поділяється на банківські виробничо-технічні холдинги [3, с. 27-28].

Сьогодні більшість країн, використовують інтегральний досвід США й створюють свої науково-технічні парки, інкубатори, агломерації та різні партнерства, враховуючи специфіку своєї країни.

Необхідно зазначити, що особливістю країн, що розвиваються великий важіль відіграє держава та державне підприємництво. Формування корпоративних систем у вигляді холдингових компаній має свої переваги та недоліки. Все залежить від стратегії, що обрана тією чи іншою країною, що розвивається. На створення холдингових компаній впливає ряд факторів:

- ефект масштабу;
- на світових ринках капіталу та експорту можуть діяти ефективніше менших фірм;
- при відсутності рентабельності легше ліквідувати корпоративне підприємництво (або збиткову структуру) ніж увесь суб'єкт господарювання;
- холдингова компанія та об'єднання можуть відігравати роль ефективного захисника від політичного втручання.

Отже, під інтеграційним процесом можна зрозуміти наступне: інтеграція – це добровільне об'єднання двох або більше суб'єктів господарювання, шляхом створення між ними різноманітних типів та форм зв'язків, що регламентуються різними нормативно-правовими актами країни, з метою реалізації ефективного спільного співробітництва кожного з об'єднаних підприємств.

Як зазначено у роботі [3, с. 32-33] в Україні створення акціонерних товариств почалося на фоні роздержавлення виробничих структур та приватизації. Стосовно процесів інтеграції акціонерні товариства є гнучким та універсальним механізмом створення вертикальних зв'язків між виробничими підрозділами шляхом застосування дочірніх та інших акціонерних товариств. Створення дочірніх акціонерних товариств дозволяє підприємствам досягти самостійності, однак, при цьому зберігаються такі формування як виробничо-господарський комплекс, тільки змінюючи адміністративні важелі управління на економічні. Крім того, створення акціонерного товариства надає значні можливості для встановлення міжгалузевих та внутрішньогалузевих горизонтальних та вертикальних зв'язків.

Як відомо, міжнародна практика злиття та поглинання має тенденції як горизонтальної так й вертикальної інтеграції й як показало дослідження економічних процесів в Україні їй властиві обидві тенденції. Наприклад, горизонтальна інтеграція у вигляді переважного володіння промисловістю,

ВИКОРИСТАННЯ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО ПІДХОДУ В УПРАВЛІННІ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ СУБ'ЄКТІВ ГОСПОДАРЮВАННЯ НА ОСНОВІ ЗЛИТТЯ ТА ПОГЛИНАННЯ

феросплавами тощо, а вертикальна інтеграція – металургійна промисловість у вигляді об'єднання її з добувною, гірничозбагачувальною, сировинною, збутовою та ін..

Більшість міжнародних дослідників, які вивчали вплив процесів злиття та поглинання на вартість як цільової компанії та компанії, що купується дійшли до висновку, що цільова компанія при поглинанні є явним переможцем, тому що вона отримує підвищену дохідність як під час об'яви про придбання, але й протягом декількох тижнів після того [1, с. 33].

У міжнародній практиці виділяють чотири основних етапів придбання цільової компанії (ці етапи можуть бути непослідовними), вони включають: розробку обґрунтування та стратегії здійснення процесу злиття та поглинання (M&A); вибір компанії-цілі та оцінка її інвестиційної привабливості; визначення ціни компанії-цілі, з припущенням, що залишається попередній управлінський персонал і переоцінка компанії з урахуванням нового менеджменту, придбання шляхом застосування обраного механізму придбання [1, с. 33]. Використання всіх цих перелічених чинники є підставою для заключення взаємовигідних контрактів щодо проведення злиття та поглинання та для оцінки інвестиційної привабливості суб'єктів підприємницької діяльності на основі сучасних методик оцінки бізнесу.

Сучасна трактовка інвестиційної привабливості підприємства включає такі поняття як: рівень задоволення, фінансових, виробничих, організаційних та виробничих вимог інвесторів до конкретного підприємства [4], що оцінюється на основні показників фінансово-економічної діяльності суб'єкту господарювання у тому числі інтегральні показники оцінки.

Таким чином, кількісна оцінка ефективності злиття та поглинання має включати наступні показники оцінки:

- оцінку зміни та вартості компанії, що приймає участь у реструктуризації;
- розрахунок абсолютних показників ефективності діяльності об'єднаної структури;
- аналіз техніко-економічних показників оцінки та моніторинг кон'юнктури на ринку капіталу та інші аспекти діяльності об'єднаного підприємства;
- оцінку ефективності проведеної купівлі у розрізі фінансового, інвестиційного, операційного, науково-дослідницького, комерційного та інших аспектів.

Отже, інжиниринговий підхід щодо оцінки корпоративної інтеграції представляє систему конкретних економіко-управлінських задач, а також систематизацію витрат на процес переутворення. Оцінка ефективності корпоративної інтеграції на даному етапі дозволяє визначити задовільний діапазон цін для компанії-цілі, де очікуваний результат від проведеної операції про купівлю перевищує сумарні витрати на її реалізацію.

Однією з проблем слабкої активності інвесторів на ринку злиття та поглинання України є то, що до сьогодення часу фінансова звітність українських підприємств є слабким нагадування звітності, що складена за міжнародними стандартами, вона є не зрозумілою для зовнішніх інвесторів та на їх думку принцип «відкритості» складення звітності а ні як не дотримується.

Сучасна методика оцінки інвестиційної привабливості включає такі відомі показники як чиста теперішня вартість (NVP) та індекс доходності проекту (PI), де особлива увага приділяється таким показникам як величина грошового потоку та величина ставки дисконту. Як зазначено [1, с. 34] потенціального інвестора, насамперед, ефективність використання власного капіталу, тому визначаючи показники NVP та PI, доцільно дотримуватися відповідної методики розрахунку грошового потоку. Модель капітальних активів містить β - коефіцієнт, визначення якого можливо лише за умов отримання достовірної інформації щодо стану фондового ринку, а також премії, що визначається експериментальним шляхом.

Таким чином, відповідність та економічна ефективність (або навпаки) отриманих результатів від процесу злиття та поглинання дозволяє виділити наступні шляхи дослідження етапів реструктуризації:

- хвилеподібний характер процесу злиття та поглинання;
- оцінка вартості інвестиційного проекту на базі динаміки макроекономічних показників та її вплив на інтенсивність процесів злиття та поглинання;
- емпіричне тестування мотивів інтеграційних операцій для різних зацікавлених груп;
- вплив злиття компанії на вартість та доходність акцій и долю сплінта та консолідації у проекті, а також зростання вартості об'єднаного підприємства та добробут акціонерів;
- моделювання процесу прийняття рішень про дозвіл на злиття антимонопольними органами.

Спеціалізовані рейтингові агенції використовують методика двохкритеріальної рейтингової ефективності відкритих акціонерних товариств: перший критерій – співвідношення між дивідендною видачею та ринковою депозитною ставкою акціонерних товариств; другий – критерій стабільності спостережу вального співвідношення між дивідендною видачею та депозитною ставкою. Дивідендна видача акцій (DR) розраховується за формулою:

$$DR = \frac{Div_t}{Pa_{(t-1)}}, \quad (1)$$

де: Div_t – дивіденди, що виплачені на одну звичайну акцію за звітний період;

$Pa_{(t-1)}$ – ціна звичайної акції на початок звітного періоду.

За умов, якщо $DR > i_{dep}$, де i_{dep} – ринкова депозитна ставка банку, на той же період, за який визначався показник дивідендної видачі.

Прибутковість (P_t) акцій за період t їх тримання (з урахуванням дивідендів, та вигреш від зростання ринкової вартості акцій компанії:

$$P_t = \frac{Div_t + (pa_t - pa_{(t-1)})}{pa_{(t-1)}} \quad (2)$$

де: Div_t – дивіденди, що виплачені на одну звичайну акцію за звітний період;

pa_e – ціна звичайної акції на кінець звітного періоду.

$pa_{(t-1)}$ – ціна звичайної акції на початок звітного періоду.

Слід зазначити, що для оцінки ефективності реструктуризації суб'єктів підприємницької діяльності необхідно всі фактори, що впливають на результат операцій зі злиття та поглинання: зовнішні та внутрішні, зовнішні фактори підпорядковуються на економічні, інституціональні та інфраструктурні, а внутрішні - економічні, управлінські та ринкові.

Таким чином, необхідно класифікувати фактори ефективності злиття та поглинання (таблиця 1).

Таблиця 1. Класифікація факторів, що впливає на ефективність операцій з злиття та поглинання.

Зовнішні фактори	Внутрішні фактори
<p>Економічні:</p> <ul style="list-style-type: none"> - макроекономічні (рівень капіталізації фондового ринку, динаміка та рівень ВВП, процентні ставки, система оподаткування); - регіональні (рівень та темпи зростання валового регіонального продукту (ВРП); темпи зростання інвестиційного капіталу в економіку регіону, наявність необхідних трудових та виробничих ресурсів у регіоні; наявність необхідної інфраструктури у регіону для реструктуризації та розвитку бізнесу та ін.) - галузеві (кон'юнктура ринку, стадії розвитку галузі, технологічний рівень розвитку). 	<p>Економічні:</p> <ul style="list-style-type: none"> - рівень капіталізації компанії; - вартість компанії; - фінансовий потенціал компанії; - витрати компанії; - оподаткування компанії (податковий важіль); - диверсифікація бізнесу.
<p>Інституціональні:</p> <ul style="list-style-type: none"> - законодавство (рівень відкритості та прозорості); - «бар'єри» входження (виходу) до галузі; рівень конкуренції у галузі; - особливості культурного середовища, що відображують сумісність або навпаки несумісність організаційних структур. 	<p>Управлінські:</p> <ul style="list-style-type: none"> - операційна економія; - доступ до інформації; - використання професійності співробітників компанії; - відкритість.
<p>Інфраструктурні:</p> <ul style="list-style-type: none"> - транспортна система; - інформаційно-комунікаційна система; - кредитно-фінансова система. 	<p>Ринкові:</p> <ul style="list-style-type: none"> - час виходу на ринок компанії; - розширення ринку збуту; - захист долі ринку.

Таким чином, надані у таблиці 1 фактори говорять, що ефективність операцій зі злиття та поглинання відображуються різноманітними факторами, причому їх вплив може бути як одночасним, так і частковим.

Отже, на основі вищевикладеного можна зробити наступні висновки:

- процес та тенденції розвитку світової економіки та глобалізаційні процеси показують, що на сьогодні у світі спостерігається зростання операцій зі злиття та поглинання і вони є дієвим механізмом зростання вартості бізнесу у світі;
- економіка України не є готовою для проведення операції зі M&A, оскільки досить проблематичним є перехід підприємств України до складення фінансової звітності за міжнародними стандартами, тяжке для розуміння та недоробленість податкового законодавства та високе податкове навантаження, що мають суб'єкти господарювання, які працюють на національному ринку;
- необхідність визначення вартості бізнесу за міжнародними методиками, що дають прозорість для оцінки інвестиційної привабливості суб'єкту господарювання.

Джерела та література:

1. Момот Т. В. Інвестиційна привабливість суб'єктів господарювання в процесі злиття та поглинання: удосконалення інструментарію оцінки / Т. В. Момот, К. Ю. Величко, П. О. Яковлев // Бізнес-Інформ. – Харків, 2011. – № 3. – С. 32-36.
2. Сафонов П. М. Управление реструктуризацией промышленных предприятий на основе слияния и поглощения : автореф. дисс. ... канд. экон. наук : спец. 08.00.05 – экономика и управление народным хозяйством / П. М. Сафонов. – М., 2011. – 22 с.
3. Момот Т. В. Вартісно-орієнтований організаційно-економічний механізм корпоративного управління холдинговими компаніями: стратегія отримання комбінаторних переваг : монографія / Т. В. Момот, М. В. Кадничанський, О. А. Лобанов, Н. В. Рудь. – Харків : Фактор, 2010. – 220 с.
4. Наказ Агентства з питань запобігання банкрутства підприємств та організацій «Про затвердження методики інтегральної оцінки інвестиційної привабливості підприємств та організацій» № 22 від 23.02.98 : [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0214-98>.