

КЛАСИЧНИЙ ПРИВАТНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

Кваліфікаційна наукова праця
на правах рукопису

Македон Вячеслав Владиславович

УДК 65.014.12

ДИСЕРТАЦІЯ

МЕТОДОЛОГІЯ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ ПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ:
ІННОВАЦІЙНІ ПІДХОДИ В УМОВАХ ТРАНСФОРМАЦІЇ ЕКОНОМІКИ

Спеціальність 08.00.04 – економіка та управління підприємствами (за видами
економічної діяльності)

Подається на здобуття наукового
ступеня доктора економічних наук

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей,
результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело

_____ В.В. Македон

Науковий консультант – Салига Костянтин Сергійович, доктор економічних
наук, професор

Запоріжжя – 2018

АНОТАЦІЯ

Македон В.В. *Методологія реструктуризації промислових підприємств: інноваційні підходи в умовах трансформації економіки.* – На правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.04 – економіка та управління підприємствами (за видами економічної діяльності). – Класичний приватний університет, Запоріжжя, 2018.

На теоретико-методологічному рівні було визначено особливості реструктуризаційних процесів в середовищі промислових підприємств, досліджено еволюційний шлях нагромадження та ускладнення процесів організаційних змін в промисловості. Було проведено комплексний аналіз категорійного апарату, теоретичних моделей, наукових і прикладних підходів щодо реструктуризації промислових підприємств. Надано авторське трактування категорії «реструктуризація промислового підприємства».

Досліджено еволюційний шлях і розвиток наукових теорій трансформацій і реструктуризаційних змін в промисловості, проведено аналіз класифікаційних параметрів реструктуризаційних заходів, які визначають цілісний формат застосування певного виду реструктуризації для конкретного підприємства у відповідності з його організаційно-економічними запитами. Визначено і критично обґрунтовано сутність провідних концепцій і принципів реструктуризації. Концепції визначають характер управлінської ідеї при побудові функціонально-виробничого скелету підприємства і виду можливих реструктуризаційних процесів.

Доведено, що реструктуризація може проходити за одним з трьох комплексних напрямів: 1. еволюційний, направлений на нарощування конкурентних переваг стабільно працюючого підприємства; 2. превентивний, направлений на недопущення кризових проявів; 3. кризовий, направлений покращення фінансового-економічного стану підприємства.

Визначено модель процесу реструктуризації підприємства, яка має містити чотири логіко-компонентні етапи оцінки потреби в реструктуризації, підготовки до реструктуризації, проведення реструктуризаційних дій та оцінка отриманих результатів.

Проведено принциповий поділ організаційно-методичного спрямування щодо сутності угод злиттів і поглинань та їх входження в техніку інтеграційної реструктуризації. При реалізації угоди поглинання реструктуризація відбувається за сценарієм повного входження або переходу прав власності до підприємства-покупця. Забезпечується повний контроль власності над придбаними активами. Було визначено особливості протікання інтеграційної реструктуризації у концептуальній взаємодії з моделлю життєвого циклу підприємства. Досліджено організаційну і економічну сутність корпоративних угод злиттів і поглинань та їх входження у інтеграційну реструктуризацію, надано авторське трактування економічній категорії «інтеграційна реструктуризація».

Запропоновано проводити оцінювання особливостей протікання інтеграційної реструктуризації в залежності від етапу життєвого циклу підприємства. На цій основі було запропоновано використовувати точки контролю» на різних етапах життєвого циклу підприємства з метою оцінки ефективності фінансово-господарської діяльності. На етапі інтеграції визначаються чинники реалізації стратегії інтеграційної реструктуризації та прогнозуються показники оцінювання ефективності інтеграційного процесу. На постінтеграційному етапі надається зважена оцінка ефективності злиття/поглинання і визначається ефективність створеної інтеграційної структури підприємств.

Визначено, що модель інтеграційного аналізу має бути трирівневою системою аналітичних процедур, що дозволить надавати ретроспективну, оперативну і прогнозну оцінку фінансово-господарської, інвестиційної, інтеграційної діяльності підприємств об'єктів аналізу, відповідно до заданої

цільової функції на кожній стадії інтеграції, в межах обґрунтування рішень стратегічного, оперативного і тактичного характеру.

Було обґрунтовано організаційно-методичні аспекти протікання інтеграційної реструктуризації. Доведено, що універсальним фактором якості інтеграційної реструктуризації для підприємств в формі злиттів та поглинань є синергетичний ефект. Обґрунтовано науково-методичний підхід щодо визначення синергетичного ефекту від реструктуризаційних заходів, та впроваджено інструменти оцінювання вартості підприємств при підготовці до злиття або поглинання. Надано методичні рекомендації щодо застосування критеріїв результативності і злиттів і поглинань та визначення інвестиційної і вартісної привабливості інтеграційної реструктуризації для промислових підприємств. Розроблено модель формування синергетичних ефектів від інтеграційної реструктуризації для промислових підприємств на основі виділення операційної і фінансової синергії.

Визначено, що ключовим параметром ефективності угоди злиття/поглинання є показник додаткового приросту рівня капіталізації (NAV) реструктуризованого підприємства. Запропоновано методичний підхід по реалізації пропорційного розподілу ефекту використання механізму зниження бази оподаткування прибутку між власниками контрольного та блокуючих пакетів акцій на етапі підготовки інтеграційної реструктуризації.

Розроблено економіко-математичну модель визначення вартості інтеграційної структури, розподілу і отримання премій за результатами як інтеграційної реструктуризації. Вартість інтеграційної структури підприємств (BPV_{AB}) визначається умовою збереження існуючих бонусів підприємства-покупця і частини синергії (CE-P-E). Максимальна надбавка до інвестиційної вартості підприємства-мети, що включає премію (P) і витрати (E), не має бути більшою за синергетичний ефект від самої реструктуризації.

Запропоновано науково-методичний підхід по визначенню рівня ефективності від інтеграційної реструктуризації у форматі злиттів і поглинань, основою якого є формування критерію результативності угоди

злиття/поглинання для підприємства-покупця у вигляді ринкової вартості бізнесу, яка порівнюється з альтернативами інвестування коштів, і приймає вигляд показника чистої вартості поглинання (NAV).

Запропоновано результати від угод злиттів і поглинань, визначати за рахунок визначення очікуваного отримання чотирьох груп організаційно-економічних ефектів: зниження витрат у виробництві єдиної продукції; комплексне використання ресурсів; зміна масштабу; фактор синергії, поява додаткового приросту обсягів виробництва. Розроблено індикативний метод проведення аналізу ефективності інтеграційного утворення за рахунок виділення ряду індикаторів.

Розроблено методологію створення і функціонування корпоративних структур промислових підприємств в результаті інтеграційної реструктуризації. Запропонована базова схема етапів організації та перетворення підприємства дозволяє завчасно оцінити можливі стану підприємства з точки зору його організаційної структури та можливих перехідних стратегій. Розроблена економіко-математична модель організації та функціонування інтеграційної структури підприємств дозволяє підвищити її ефективність за рахунок регулярної оцінки та перерозподілу ресурсів, вкладених підприємством-метою в потенціал створеної структури.

Проведене організаційно-економічне моделювання процесу створення інтегрованих структур. В моделі визначається сукупність економічних, виробничих, науково-технічних, фінансових, матеріальних можливостей об'єднаного утворення підприємств. Сформовано алгоритм управління інтеграційною реструктуризацією та розроблено модель створення інтеграційної структури промислових підприємств. Запропоновано методичний підхід підвищення рівня ефективності функціонування інтеграційної структури промислових підприємств. В основу підходу покладено підвищення загальної ефективності (E) функціонування інтеграційної структури при одному з визначених видів інтеграційно-організаційних зв'язків між промисловими підприємствами. Визначено

доцільність розрахунку альтернатив досягнення загальної ефективності інтеграційної реструктуризації, за рахунок визначення ряду ефективностей: загальна виробничо-технологічна, загальна соціально-екологічна, загальна інформаційно-організаційна, загальна фінансово-економічна.

Проведено аналіз показників ефективності діяльності машинобудівних підприємств Запорізької області та визначено передумови інтеграційної реструктуризації та вартості цих підприємств.

Визначено фактори і вектори досягнення бажаного рівня ефективної інтегрованої структури. Було побудовано модель ієрархічної структури «дерева цілей» визначення ефективності функціонування інтеграційної структури підприємств в межах проектного підходу. Розроблено методичний підхід по управлінню процесом інтеграційної реструктуризації в середовищі промислових підприємств, який представлено у вигляді проекту створення та ефективного функціонування інтеграційної структури при проведенні реструктуризації (злиття/поглинання). Розроблено науково-методичний підхід комплексного утворення та ефективного функціонування інтеграційної структури підприємств. Розроблено економіко-математичну модель первинної оцінки та визначення показників і індикаторів впливу на вартість промислових підприємств в результаті інтеграційної реструктуризації. Така модель має забезпечити синергетичне зростання вартості у короткостроковій та довгостроковій перспективі.

Ключові слова: інтеграційна реструктуризація, злиття та поглинання, інтеграційна структура підприємства, вартість промислового підприємства, системний підхід, синергетичний ефект, мотивація процесів інтеграції, модель життєвого циклу інтеграції, економічний аналіз інтеграції, ефект оптимізації управління, економіко-математична модель управління.

SUMMARY

Makedon V.V. Methodology of industrial enterprises restructuring: innovative approaches in the conditions of transformation of the economy. – Manuscript.

Thesis for a doctor degree in Economics, specialty 08.00.04 – Economics and Management of Enterprises (by Types of Economic Activity). – Classic Private University, Zaporizhzhia, 2018.

Peculiarities of restructuring processes in the field of manufacturing enterprises were determined and evolution of accumulation and aggravation of processes of organizational changes in industry were investigated at theoretical and methodological level. Complex analysis of categorical apparatus, theoretical models, scientific and applied approaches to manufacturing enterprises restructuring was performed. Author's definition of the category "manufacturing enterprise restructuring" was given.

Evolution and development of scientific theories of transformations and restructuring changes in industry were studied, analysis of classification parameters of restructuring measures that determine the complete format of application of a certain restructuring type to a particular enterprise in accordance with its organizational and economic requirements was performed. Essence of leading restructuring perspectives and principles was determined and critically reasoned. Perspectives determine the character of management idea in construction of functional and industrial basis of enterprise and prospects of possible restructuring processes.

It was proved that restructuring can take one of three complex directions: 1. evolutionary, aimed at accretion of competitive advantages of steady working enterprise; 2. preventive, aimed at avoidance of crisis manifestations; 3. critical, aimed at improvement of financial and economic positions of an enterprise.

Model of enterprise restructuring that is to comprise four logical-component stages of evaluation of restructuring need, preparation for restructuring, performance of restructuring actions, and results evaluation was determined.

Principal division of organizational and methodical field concerning the essence of merger and acquisition agreements and their accession into mechanism of integrative restructuring was provided. When acquisition agreement is implemented, the restructuring is performed according to the full entry or transfer of property rights to purchasing enterprise. Full control of possession of purchased facilities is provided. Peculiarities of integrative restructuring process in the conceptual interaction with a model of an enterprise life cycle were determined. Organizational and economic nature of corporate merger and acquisition agreements and their accession into integrative restructuring were studied, author's definition of economic category "integrative restructuring" was given.

Evaluation of peculiarities of integrative restructuring process was suggested to be performed depending on a stage of enterprise's life cycle. On this basis, points of control were suggested to be used at different stages of enterprise's life cycle with a view to evaluate efficiency of financial and operational activities. Factors of implementation of integrative restructuring strategy are determined and indices of evaluation of integrative process efficiency are predicted at the stage of integration. At the post-integrative stage, reasonable estimation of merger/acquisition efficiency is provided and efficiency of created integrative structure of enterprises is determined.

It was defined that the model of integrative analysis is to be a three-level system of analytical procedures that will allow to provide retrospective, immediate and predictive evaluation of financial and operational, investment, integrative activities of enterprises that are objects of analysis in accordance with specified target function at each stage of integration and within the grounds for decisions of strategic, immediate and tactic nature.

Organisational and methodical aspects of integrative restructuring process were justified. It was also proved that the cross-functional factor for quality of

integrative merger and acquisition restructuring for enterprises is synergic effect. Scientific and methodical approach to determination of synergic effect of restructuring measures was justified and tools for corporate evaluation in preparation for merger or acquisition process were introduced. Methodical recommendations for application of both merger and acquisition performance criteria and definition of investment and value appeal of integrative restructuring for manufacturing enterprises are given. Model of synergic effects of integrative restructuring for manufacturing enterprises on the basis of operational and financial synergy formation was elaborated.

It was identified that the key efficiency parameter of merger/acquisition agreement was an index of extra capital gain (NAV) of restructured enterprise. Methodical approach to proportional allocation of the effect of application of reduction mechanism of income taxation base between majority and blocking share holding at the stage of integrative restructuring preparation was suggested.

An economic and mathematical model of value determination of conjoined structure, premiums distribution and calculation according to integrative restructuring results was developed. Value of conjoined structure of enterprises (BPV_{AB}) is determined by preservation of existing bonuses of purchasing enterprise and a part of synergy (CE-P-E). Maximum investment value added of special purpose entity that includes premium (P) and expenses (E) shall not exceed synergic effect of the very restructuring.

A scientific and methodical approach to determination of efficiency level of integrative restructuring by means of merger and acquisition that is based on the formation of criteria of merger and acquisition agreement efficiency for purchasing enterprise in form of business market-value that is compared with alternatives of funds investment and acquires the form of index of net acquisition value (NAV) was suggested.

Results of merger and acquisition agreements were suggested to be determined by detection of expected obtainment of four groups of business effects: reduction of expenses in homogenous products manufacture; multipurpose use of

resources; rescaling; synergy factor, appearance of additional production output gain. An indicative method of analysis of integrative entity efficiency through detection of a number of indicators was developed.

Methodology of creation and functioning of corporate entities of manufacturing enterprises as a result of integrative restructuring was elaborated. Suggested base scheme of stages of an enterprise organisation and transformation allows to evaluate possible state of the enterprise from the point of view of its organizational structure and possible transition strategies. Developed economic and mathematical model of organization and functioning of enterprises integrative structure allows to improve its efficiency by means of regular appraisal and redeployment of resources invested into the potential of created structure by special purpose entity.

Business modelling of the process of integrative structures creation was performed. Complex of economic, manufacture, scientific and technical, financial, material opportunities of conjoined entity of enterprises was determined in the model. An algorithm of operation of integrative restructuring was elaborated and a model of creation of manufacturing enterprises' integrative structure was developed. Methodical approach of improvement of efficiency level of manufacturing enterprises' integrative structure functioning was suggested. Improvement of overall efficiency (E) of conjoined structure functioning at one of the determined type of integrative organizational connections between manufacturing enterprises was taken as a basis of the approach. Practicality of estimating alternatives of reaching overall efficiency of integrative restructuring was determined through the defining of a number of efficiencies: overall engineering and manufacturing, overall social and ecological, overall informational and organizational, overall financial and economic.

Indices of efficiency of machine-building enterprises performance in Zaporizhzhia region were analysed and prerequisites of integrative restructuring and values of these enterprises were determined.

Factors and vectors of reaching a desirable level of efficient integrative structure were determined. A model of hierarchic structure of “targets tree” of determination of enterprises functioning efficiency within project-based approach was built. Methodical approach to management of integrative restructuring process in the field of manufacturing enterprises was developed and represented in the form of a project of creation and efficient functioning of integrative structure within performance of restructuring (merger/acquisition). Scientific and methodical approach of multifaceted construction and efficient functioning of integrative structure of enterprises was developed. Economic and mathematical model of primary assessment and determination of indices and indicators of impact on manufacturing enterprises value as a result of integrative restructuring was developed. Such model shall provide a synergic rise in value in the near and longer term.

Key words: integrative restructuring, merger and acquisition, integrative structure of an enterprise, manufacturing enterprise value, system-wide approach, synergic effect, integration processes motivation, model of integration life cycle, economic analysis of integration, management optimization effect, economic and mathematical model of management.

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА

Монографії

1. Македон В. В. Інноваційні підходи реструктуризації промислових підприємств: теорія, методологія, практика: монографія / В. В. Македон ; наук. ред. Салига К. С. – Запоріжжя : Видавничий дім «Гельветика», 2018. – 514 с. (29,88 д. а.)

2. Македон В. В. Принципи та організаційні складові інтеграційної політики компаній у міжнародних моделях корпоративного управління: монографія / В. В. Македон. – Дніпропетровськ : Вид-во ДУЕП, 2011. – 396 с. (23,95 д. а.)

3. Makedon V. V. Financial and real sectors of economy: convergence and prospects of development: monograph / V. V. Makedon, M. V. Korneyev. – United Kingdom, Sheffield : Science and Education Ltd. – 2013. – 174 p. (10,19 д. а.)

Особистий внесок : проведено економіко-математичне моделювання та обґрунтування стратегічного розвитку і трансформацій промислових підприємств (5,21 д. а.)

Статті в наукових фахових виданнях України

4. Македон В. В. Аналіз мотиваційних факторів здійснення інтеграцій компаній / В. В. Македон // Академічний огляд. – 2007. – №2. – С. 103–107. (Входить до міжнародних наукометричних баз даних : Polish Scholarly Bibliography (PBN), Ulrich's Periodicals Directory, Google Scholar). (0,67 д. а.)

5. Македон В. В. Корпоративний контроль як складова інтеграційних процесів компанії / В. В. Македон // Вісник ДонНУЕТ. Серія економічні науки. – №4 (36). – 2007. – С. 210–216. (0,7 д. а.)

6. Македон В. В. Сутність та особливості сучасних корпоративних злиттів і поглинань / В. В. Македон // Академічний огляд. – 2008. – №1. – С. 100–106. (Входить до міжнародних наукометричних баз даних : Polish

Scholarly Bibliography (PBN), Ulrich's Periodicals Directory, Google Scholar). (0,65 д. а.)

7. Македон В. В. Механізми залучення фінансування для здійснення операцій злиттів та поглинань компаній / В. В. Македон // Наукові записки. Серія «Економіка». – 2009. – Випуск №12. – С. 248–256. (Входить до міжнародних наукометричних баз даних : *Index Copernicus, EBSCO Publishing, Inc., Російський індекс наукового цитування (РІНЦ), Google Scholar*). (0,67 д. а.)

8. Македон В. В. Вплив європейської моделі корпоративного управління на процеси злиттів та поглинань компаній в Україні / В. В. Македон // Науковий вісник Волинського національного університету ім. Лесі Українки. – 2009. – № 3. – С. 350–356. (0,72 д. а.)

9. Македон В. В. Роль джерел фінансування при визначенні стратегій злиття або поглинання компаній / В. В. Македон // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Збірник наукових праць. – 2010. – Вип. 30. – С. 191–199. (Входить до міжнародної наукометричної бази даних *Index Copernicus*). (0,71 д. а.)

10. Македон В. В. Досягнення синергетичного ефекту при злиттях і поглинаннях компаній / В. В. Македон // Європейський вектор економічного розвитку. Збірник наукових праць. – 2011. – Вип. 1(10). – С. 117–124. (Входить до міжнародних наукометричних баз даних : *Ulrich's Periodicals Directory, Google Scholar*). (0,7 д. а.)

11. Македон В. В. Інституційна роль злиттів та поглинань у формуванні класу ефективних власників / В. В. Македон // Вісник Чернівецького торговельно–економічного інституту. Економічні науки. – 2011. – Вип. II (42). – Ч. 2. – Т. 1. – С. 63–68. (Входить до міжнародних наукометричних баз даних : *Російський індекс наукового цитування (РІНЦ), UlrichsWeb Global Serials Directory (ProQuest), Google Scholar, Index Copernicus*). (0,69 д. а.)

12. Македон В. В. Організаційне наповнення процесів корпоративної інтеграції у формі операцій злиттів та поглинань / В. В. Македон // Бюлетень

міжнародного Нобелівського форуму. – 2011. – №1(4). – С. 247–253. (Входить до міжнародних наукометричних баз даних : *Ulrich's Periodicals Directory, Google Scholar*). (0,78 д. а.)

13. Македон В. В. Оцінка ефективності альтернативних проектів злиттів та поглинань компанії на основі прибуткового підходу / В. В. Македон // Вісник Донецького університету економіки та права. – 2011. – №1. – С. 110–114. (0,73 д. а.)

14. Македон В. В. Організація, критерії і принципи ефективних корпоративних злиттів та поглинань / В. В. Македон // Наука й економіка. Науково-теоретичний журнал Хмельницького економічного університету. – 2011. – Випуск 2 (22). – С. 68–74. (Входить до міжнародної наукометричної бази даних Російський індекс наукового цитування (РІНЦ)). (0,69 д. а.)

15. Македон В. В. Порівняльний аналіз методик і підходів до оцінки ринкової вартості компанії в ході злиття або поглинання / В. В. Македон // Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності: Збірник наукових праць. – 2011. – Т.3. – С. 217–222. (Входить до міжнародних наукометричних баз даних : *Наукова електронна бібліотека eLIBRARY.RU, Index Copernicus*) (0,75 д. а.).

16. Македон В. В. Ефективність інтеграційних процесів у міжнародному та вітчизняному корпоративному секторі / В. В. Македон // Вісник Дніпропетровського університету. Серія : Економіка. – 2011. – Т.19. – №10/1. – С. 50–56. (0,72 д. а.)

17. Македон В. В. Механізм та етапи ухвалення рішення по злиттю або поглинанню компаній / В. В. Македон // Наукові праці Національного університету харчових технологій. – 2011. – №39. – С. 71–76. (Входить до міжнародних наукометричних баз даних : *Index Copernicus, EBSCOhost, SABI Full Text, Universal Impact Factor, Google Scholar*). (0,71 д. а.)

18. Македон В. В. Порівняльний аналіз методів оцінки ефективності стратегій злиттів і поглинань компаній / В. В. Македон // Вісник Запорізького національного університету: Збірник наукових праць. Економічні науки. –

2011. – №4(12). – С. 43–48. *(Входить до міжнародної наукометричної бази даних International Innovative Journal Impact Factor (IIJIF). (0,64 д. а.)*

19. Македон В. В. Особливості розробки стратегій злиттів або поглинань компаній / В. В. Македон // Вісник національного університету «Львівська політехніка». Серія «Менеджмент та підприємництво в Україні : етапи становлення і проблеми розвитку». – 2011. – № 714. – С. 102–108. *(0,68 д. а.)*

20. Македон В. В. Ринкова вартість як критерій ефективності злиттів та поглинань промислових компаній / В. В. Македон // Регіональна бізнес-економіка та управління. – 2012. – №1(33). – С. 26–31. *(0,66 д. а.)*

21. Македон В. В. Управлінське забезпечення процесів планування та реалізації організаційних змін на машинобудівному підприємстві / В. В. Македон, І. М. Чернявська // Регіональна бізнес-економіка та управління. – 2012. – №4(36). – С. 89–96. *(0,7 д. а.)*

Особистий внесок: запропоновано організаційні складові проведення реструктуризаційних змін на підприємстві (0,35 д.а.)

22. Македон В. В. Розробка стратегії розвитку промислового підприємства / В. В. Македон // Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності: Збірник наукових праць. – 2013. – Т.1. – Випуск 1. – С. 366–370. *(Входить до міжнародних наукометричних баз даних : Наукова електронна бібліотека eLIBRARY.RU, Index Copernicus). (0,77 д. а.)*

23. Македон В. В. Аналіз і узагальнення чинників, що впливають на процес фінансування угод злиттів і поглинань, як особливого інвестиційного проекту / В. В. Македон // Науковий вісник Буковинського державного фінансово-економічного університету. Економічні науки : збірник наукових праць. – 2015. – Вип. 28. – Ч. 4. – С. 162–165. *(0,7 д. а.)*

24. Македон В. В. Упровадження методу аналізу ієрархій для визначення пріоритетності факторів ризику угод корпоративних злиттів та поглинань / В. В. Македон, В. Г. М'ячин // Вісник Одеського національного університету. Серія Економіка: – 2016. – Том 21. – Випуск 1. – С. 134–139.

(Входить до міжнародних наукометричних баз даних : Index Copernicus, Наукова електронна бібліотека eLIBRARY.RU, Google Scholar, Ulrich's Periodicals Directory, Research Bible). (0,72 д. а.)

Особистий внесок: запропоновано організаційний механізм визначення впливу ризиків на угоди злиттів та поглинань (0,34 д. а.)

25. Македон В. В. Оценка рисков корпоративных сделок слияния и поглощения методом нечётких множеств / В. В. Македон, В. Г. Мячин // Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія «Міжнародні економічні відносини та світове господарство». – 2016. – Випуск 6. – Частина 2. – С. 66–69. *(Входить до міжнародної наукометричної бази даних Index Copernicus). (0,73 д. а.)*

Особистий внесок: запропоновано концептуальний підхід до введення релевантних економічних показників інтеграційних змін на підприємстві в модель нечітких множин (0,37 д. а.)

26. Македон В. В. Методичний інструментарій реалізації проекту реструктуризації на промисловому підприємстві / В. В. Македон, К. С. Салига // Збірник наукових праць «Проблеми системного підходу в економіці». – 2017. – Випуск 4(60). – С. 105–110. *(Входить до міжнародної наукометричної бази даних Index Copernicus). (0,7 д. а.)*

Особистий внесок: запропоновано методичний підхід до організації проекту реструктуризації в середовищі промислових підприємств (0,41 д. а.)

27. Македон В. В. Організаційне забезпечення реструктуризації промислових підприємств / В. В. Македон, В. П. Валіков, В. П. Бондар // Європейський вектор економічного розвитку. – 2017. – №1 (22). – С. 45–59. *(Входить до міжнародних наукометричних баз даних : Ulrich's Periodicals Directory, Google Scholar). (0,89 д. а.)*

Особистий внесок: обґрунтовано модель взаємозв'язку причин, напрямів, концепцій і видів реструктуризації промислових підприємств (0,47 д. а.)

Статті у зарубіжних виданнях

28. Македон В. В. Выбор эффективной архитектуры финансирования корпоративных сделок слияния или поглощения / В. В. Македон, О. И. Рогач // Вестник Казахского университета экономики, финансов и международной торговли. – 2011. – №3–4. – С. 13–20. *(Входить до міжнародної наукометричної бази даних Казахська база цитування (КазБЦ). (0,81 д. а.)*

Особистий внесок: визначено джерела та умови оцінки фінансових можливостей підприємства при підготовці до злиття або поглинання (0,44 д. а.)

29. Makedon V. V. Institutional prerequisites of forming the market of mergers and acquisitions of companies in the countries of central and eastern Europe / V. V. Makedon // Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Zarządzania Ochroną Pracy w Katowicach. – 2012. – № 1(8). – P. 21–31. *(Входить до міжнародної наукометричної бази даних Index Copernicus). (0,79 д. а.)*

30. Makedon V. V. The role of the synergy in determination of the international companies mergers and acquisitions effectiveness / V. V. Makedon // Scientific enquiry in the contemporary world : theoretical basics and innovative approach. Research articles. Economics. – 2012. – Vol. 5. – P. 103–108. *(0,68 д. а.)*

31. Makedon V. V. Improving methodology of estimating value of financial sector entities dealing in mergers and acquisitions / V. V. Makedon, M. V. Korneyev // Investment Management and Financial Innovations. – 2014. – Volume 11. – Issue 1. – P. 44–55. *(Входить до міжнародної наукометричної бази даних Scopus). (1,05 д. а.)*

Особистий внесок: виявлено організаційно-економічні умови використання вартісної оцінки при злиттях та поглинаннях (0,63 д. а.)

32. Makedon V. V. The theoretical and methodological principles of activity and modeling the development of the entities of the financial and real sectors of the economy / V. V. Makedon, M. V. Korneyev // Středoevropský věstník pro vědu a výzkum. – 2014. – №8(10). – P. 5–10. *(0,72 д. а.)*

Особистий внесок: сформовано перелік факторів активізації інтеграції для суб'єктів фінансового і реального секторів економіки (0,35 д. а.)

Матеріали наукових конференцій

33. Македон В. В. Развитие системы управления предприятием через слияние или поглощение / В. В. Македон // Проблеми інформаційно-статистичного дослідження розвитку економічних систем : матеріали Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Дніпропетровськ, 22–23 лютого 2007 р.). – Дніпропетровськ : ДНУ, 2007. – С. 96–97. (0,11 д. а.)

34. Македон В. В. Аналіз ефективності злиттів і поглинань компаній / В. В. Македон // Теорія і практика сучасної економіки : матеріали VIII Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Черкаси, 26–28 жовтня, 2007 р.). – Черкаси : ЧДТУ, 2007. – С. 525–528. (0,13 д. а.)

35. Македон В. В. Формування вартості проекту злиття або поглинання / В. В. Македон // Облік контроль і аналіз в управлінні підприємницькою діяльністю : матеріали V Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Черкаси, 16–18 квітня, 2008 р.). – Черкаси : ЧДТУ, 2008. – С. 214–216. (0,13 д. а.)

36. Македон В. В. Сучасні тенденції розвитку вітчизняного ринку злиттів та поглинань / В. В. Македон // Новітня цивілізація: проблеми становлення і трансформації : тези Міжнар. наук. конф. (м. Дніпропетровськ, 22–23 травня, 2008 р.). – Дніпропетровськ : ДУЕП, 2008. – С. 178–180. (0,14 д. а.)

37. Македон В. В. Виникнення синергетичного ефекту при злиттях або поглинаннях компаній / В. В. Македон // Науково-технічний розвиток : економіка, технології, управління : матеріали VIII Міжнар. наук.-практ. конф. студ., асп. і мол. вчен. (м. Київ, 15–18 квітня, 2009 р.). – Київ : НТУУ «КПІ», 2009. – С. 41–42. (0,12 д. а.)

38. Македон В. В. Пошук потенційного кандидата та попередня експертиза об'єкту злиття або поглинання / В. В. Македон // Теорія и

практика предпринимательской деятельности : материалы третьей Межд. науч.-практ. конф. учен. и спец. (г. Симферополь, 15–18 апреля, 2009 г.). – Симферополь : Таврический национальный университет им. В. И. Вернадского, 2009. – С. 244–247. *(0,13 д. а.)*

39. Македон В. В. Місце М&А серед інших зовнішньоекономічних стратегій підприємств / В. В. Македон // Формування нового світового економічного порядку : 36. тез допов. Міжнар. наук. конф. мол. вчен. (м. Тернопіль, 14–15 травня, 2009 р.). – Тернопіль : ТНЕУ. – 2009. – С. 299–302. *(0,14 д. а.)*

40. Македон В.В. Мотиваційна функція ринку злиттів і поглинань компаній / В.В. Македон // Теорія і практика сучасної економіки: матеріали X Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Черкаси, 14–16 жовтня, 2009 р.). – Черкаси: ЧДТУ, 2009. – Т.1 – С. 65–67. *(0,12 д. а.)*

41. Македон В.В. Ефективність угод злиттів та поглинань компаній / В.В. Македон // Проблеми і перспективи розвитку підприємництва: 36. тез матеріалів III Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Харків, 11 грудня 2009 р.). – Харків, ХНАДУ, 2009. –Т.1. – С. 102–103. *(0,11 д. а.)*

42. Македон В. В. Світовий досвід використання акціонерного капіталу в розвитку інтеграційних процесів підприємств / В. В. Македон // Теорія і практика сучасної економіки: матеріали XI Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Черкаси, 6–8 жовтня, 2010 р.). – Черкаси : ЧДТУ, 2010. – Т.2. – С. 81–83. *(0,12 д. а.)*

43. Македон В. В. Неокласичний та інституційний підходи до питання корпоративної інтеграції / В. В. Македон // Економічна інтеграція як умова підвищення добробуту у країнах СНД : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Одеса, 2011 р.). – Одеса : ОНУ ім. І. І. Мечникова, 2011. – Частина 1. – С. 51–52. *(0,11 д. а.)*

44. Македон В. В. Визначення рівня корпоративного контролю при злиттях і поглинаннях компаній / В. В. Македон // Бізнес та інновації у сучасному світі : матеріали II Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Луганськ, 11–12

квітня, 2011 р.). – Луганськ : Луганський національний університет імені Тараса Шевченка, 2011. – С. 160–163. (0,13 д. а.)

45. Македон В. В. Механізм злиттів та поглинань як спосіб системного розвитку компаній / В. В. Македон // Проблеми економіки підприємств в сучасних умовах : матеріали VII Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Київ, 19–21 травня, 2011 р.). – Київ : НУХТ, 2011. – С. 186–187. (0,1 д. а.)

46. Македон В. В. Рекомендації по розробці заходів по підвищенню ефективності трансформацій у формі злиттів та поглинань / В. В. Македон // Соціально-економічні аспекти реструктуризації регіональної економіки : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Вінниця, 1–2 грудня, 2011 р.). – Вінниця : Вінницький фінансово-економічний університет, 2011. – Т.1. – С. 160–161. (0,11 д. а.)

47. Makedon V. V. Mergers and acquisitions strategies: the importance of understanding organizational culture / V. V. Makedon // CIS : history, today, prospects : Conference proceedings (December 30, Sheffield, 2013). – Great Britain : publishing office SCOPE ACADEMIC HOUSE, 2013. – P. 35–38. (0,12 д. а.)

48. Македон В. В. Синергія як фактор ефективності злиттів і поглинань серед суб'єктів фінансового і реального секторів економіки / В. В. Македон // Менеджмент у XXI сторіччі: методологія і практика : матеріали III Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Полтава, 14–15 травня, 2015 р.). – Полтава : Вид-во «Сімон», 2015. – с. 268–270. (0,12 д. а.)

49. Македон В. В. Сучасні напрями інноваційного та інфраструктурного розвитку промислових підприємств / В. В. Македон // Проблеми формування та розвитку інноваційної інфраструктури: європейський вектор – нові виклики та можливості : матеріали III Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Львів, 14–16 травня, 2015 р.). – Львів : НУ «Львівська політехніка», 2015. – С. 228–229. (0,11 д. а.)

50. Македон В. В. Сучасні методи оцінки ефективності корпоративних злиттів та поглинань в національній економіці / В. В. Македон, В. Г. М'ячин

// Комп'ютерне моделювання та оптимізація складних систем : матеріали I Всеукр. наук.-техн. конф. (м. Дніпропетровськ, 3–5 листопада 2015 р.). – Дніпропетровськ : ДВНЗ «УДХТУ», 2015. – Ч. 2. – с. 191–193. (0,21 д. а.)

Особистий внесок: визначено провідні особливості та процеси угод злиттів та поглинань в промисловому секторі національної економіки України (0,11 д. а.)

51. Македон В. В. Методичні підходи щодо фінансової оцінки вартості підприємств при злиттях і поглинаннях / В. В. Македон // Development of social and economic systems in a global competitive environment : Conference Proceedings (Chisinau, February 29th, 2016). – Chisinau : Universitate de stat din Moldova, 2016. – P. 123–126. (0,13 д. а.)

52. Македон В. В. Визначення корпоративної стратегії компанії на етапі планування злиття або поглинання / В. В. Македон // Economic Innovative potential of socio-economic systems: the challenges of the global world : Conference Proceedings (Lisbon, June 30th, 2016). – Lisbon : Baltija Publishing, 2016. – Part II. – P. 49–51. (0,14 д. а.)

ЗМІСТ

ВСТУП	26
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИЧНІ І МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ ПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ В ТРАНСФОРМАЦІЙНІЙ ЕКОНОМІЦІ	38
1.1. Еволюційна стратифікація і теоретичні основи реструктуризації промислових підприємств	38
1.2. Реструктуризація підприємств як інструмент досягнення стратегічної стійкості	56
1.3. Класифікаційні параметри реструктуризаційних заходів	68
1.4. Концепції та принципи реструктуризації промислових підприємств	92
Висновки до першого розділу	112
Список використаних джерел до розділу 1	116
РОЗДІЛ 2 КОНЦЕПТ ІНТЕГРАЦІЙНОЇ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ В СИСТЕМІ ЖИТТЄВОГО ЦИКЛУ ПРОМИСЛОВОГО ПІДПРИЄМСТВА	137
2.1. Організаційно-економічний зміст інтеграційної реструктуризації на основі злиттів і поглинань	137
2.2. Оцінка доцільності інтеграційної реструктуризації на різних етапах життєвого циклу підприємства	156
2.3. Системний підхід до проведення інтеграційної реструктуризації ...	190
2.4. Методичний інструментарій економічного аналізу інтеграційної реструктуризації залежно від стадії життєвого циклу	205
Висновки до другого розділу	220
Список використаних джерел до розділу 2	223
РОЗДІЛ 3. ОРГАНІЗАЦІЙНО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ПРОВЕДЕННЯ ІНТЕГРАЦІЙНОЇ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ ПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ	239

3.1. Визначення синергетичного ефекту від реструктуризаційних заходів на основі злиттів/поглинань	239
3.2. Вдосконалення інструментарію оцінки вартості підприємств при підготовці до злиття або поглинання	256
3.3. Критерії результативності і ефективності злиттів і поглинань	287
3.4. Інвестиційна і вартісна привабливість інтеграційної реструктуризації підприємств	308
Висновки до третього розділу	326
Список використаних джерел до розділу 3	330
РОЗДІЛ 4. МЕТОДОЛОГІЯ СТВОРЕННЯ І ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАТИВНИХ СТРУКТУР ПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ В РЕЗУЛЬТАТІ ІНТЕГРАЦІЙНОЇ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ	343
4.1. Організаційно-економічне моделювання процесу створення інтегрованих структур підприємств	343
4.2. Інноваційна концепція побудови реструктуризованої моделі діяльності підприємства	362
4.3. Управління проектом інтеграційної реструктуризації (злиття / поглинання) промислових підприємств	373
4.4. Модель створення інтеграційної структури підприємств	390
Висновки до четвертого розділу	407
Список використаних джерел до розділу 4	409
РОЗДІЛ 5. ПРАКТИЧНЕ ЗАСТОСУВАННЯ КОНЦЕПЦІЇ ІНТЕГРАЦІЙНОЇ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ ПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ	416
5.1. Інвестиційна привабливість підприємства-мети на передінтеграційному етапі реструктуризації	416
5.2. Розробка організаційно-методичних положень проведення інтеграційної реструктуризації промислових підприємств	428
5.3. Оцінка економічної ефективності інтеграційної реструктуризації ..	450
Висновки до п'ятого розділу	471

Список використаних джерел до розділу 5	473
ВИСНОВКИ	481
ДОДАТКИ	486

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

ДГП – дисконтування грошових потоків

ЕІД – ефективність інвестиційної діяльності

ЕОД – ефективність операційної діяльності

ЕФД – ефективність фінансової діяльності

ЖЦП – життєвий цикл підприємства

ІР – інтеграційна реструктуризація

ІСП – інтеграційна структура підприємств

КЕА – комплексний економічний аналіз

НБУ – Національний банк України

НДДКР – науково-дослідні та дослідно-конструкторські роботи

НПП – найбільш прийнятний проект

НТП – науково-технічний прогрес

ПАТ – публічне акціонерне товариство

ПрАТ – приватне акціонерне товариство

ПДВ – податок на додану вартість

СРМ – стан ринкового механізму

ТЕО – техніко-економічне обґрунтування

ТОВ – товариство з обмеженою відповідальністю

ФГД – фінансово-господарська діяльність

ФПГ – фінансово-промислова група

ІРО – (англ. initial public offering) – Первинна публічна пропозиція (Первинне публічне розміщення акцій)

М&А – (англ. Mergers and Acquisitions) – злиття і поглинання

ВСТУП

Актуальність теми. Сталий розвиток економіки України неможливий без зростання промислового сектору, який в умовах сьогодення знаходиться у важкому стані, через втрату, в останні роки, основних ринків збуту, низького рівня конкурентоспроможності на світових ринках, неефективності виробничої кооперації і технологічної відсталості. Вирішення цієї проблеми має ґрунтуватися не тільки на пошуку нових ринків збуту та низькій собівартості виробництва з метою отримання конкурентних переваг, а і на створенні організаційно-економічних умов підприємницької взаємодії і трансформаційних можливостей зміни структури власності. Дієвим інструментом таких змін для промислових підприємств є реструктуризація.

Світовий досвід свідчить про те що реструктуризація створює умови для більш ефективного використання економічного потенціалу промислового підприємства і формує передумови для розвитку виробництва. Крім того, інноваційні форми реструктуризації, особливо у форматі злиттів та поглинань, розширюють спектр можливостей організаційно-економічного зростання і дають можливість форсування змін структури управління підприємством.

У зв'язку з цим, очевидним є питання необхідності розвитку і імплементації теоретико-методологічних засад щодо реструктуризаційних процесів у вітчизняній промисловості.

Теоретико-прикладні основи реструктуризації підприємств широко розглядаються в роботах зарубіжних учених: М. Аістової, І. Ансоффа, В. Бішаара, Л. Водачек, Б. Гріна, Р. Дафта, Г. Джозефа, Г. Дінза, М. Заппи, Ф. Крюгера, Р. Каплана, Дж. Кіннунена, І. Мазур, Г. Мінцберга, Д. Нортонна, М. Портера, О. Субботіна, Д. Тихомірова, Р. Томсона, М. Хаммера, Д. Хардінга, Б. Хейфеца, Дж. Чампі, О. Черезова, О. Черемних, Ю. Чернявського, В. Шапіро.

Серед відомих робіт по дослідженню реструктуризаційних

трансформацій у вигляді злиттів та поглинань виділяються наукові здобутки: Д. Бішопа, М. Бредлі, Д. Вашона, Дж. Вестона, Т. Галпіна, П. Гохана, Т. Гранді, А. Графа, Д. Гупти, Г. Демзеца, Д. Депамфіліса, Д. Джонсона, Ф. Еванса, Т. Коупленда, К. Крішнамурті, А. Лажу, С. Ріда, М. Рудика, О. Фолом'єва, Л. Ченг-Вена.

Значний внесок у розвиток теоретико-методичної бази реструктуризації та трансформаційних процесів на підприємстві внесли українські вчені: Б. Андрушків, М. Білопольський, І. Булеєв, О. Винокурова, А. Воронкова, М. Галелюк, В. Горбатов, В. Гриньова, Н. Дєєва, С. Довбня, Л. Довгань, Г. Єфімова, Л. Жилінська, В. Жихарцев, М. Кизим, О. Коваленко, О. Кузьмін, Г. Кучерова, Н. Метеленко, Т. Момот, О. Моргулець, Г. Назарова, І. Отенко, П. Перерва, А. Поважний, В. Пономаренко, В. Ращупкіна, К. Салига, О. Сарапіна, А. Семенов, В. Ченаш, Н. Шмиголь, О. Щукін, І. Ялдін.

Не дивлячись на досить глибокі і системні дослідження та практичні напрацювання в області реструктуризаційних змін, в економічній науці ряд теоретико-методологічних і практичних аспектів залишаються нерозв'язаними. Особливої уваги потребує питання того, що значна частина наявних робіт розглядає питання реструктуризації тільки стосовно кризових підприємств і компаній. В сучасних умовах ведення бізнесу стає очевидним, що підприємства для збереження і розвитку своїх конкурентних переваг повинні проводити реструктуризаційні зміни в умовах стабільного відрізка економічної діяльності. Так потребують розвитку теоретико-методологічні засади проведенні інтеграційної реструктуризації. З боку практичних засад, важливим є розвиток і впровадження методик оцінки ефективності функціонування інтеграційної структури промислових підприємств.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертація виконана відповідно до науково-дослідних тем Класичного приватного університету *«Розробка кількісних методів оцінювання та механізмів забезпечення сталого розвитку соціально-економічних систем»* (державний реєстраційний номер 0112U007364), в межах якої розроблено

методичні положення щодо формування синергетичних ефектів за наслідками реструктуризаційних змін в діяльності промислових підприємств, *«Формування механізмів стабілізації функціонування промислових підприємств на засадах антикризового управління»* (державний реєстраційний номер 0116U000799), де внеском автора стали розроблені організаційно-методичні засади і практичні підходи проведення інтеграційної реструктуризації з метою забезпечення сталого стратегічного розвитку промислових підприємств, а також науково-дослідних тем Дніпровського національного університету імені Олеся Гончара *«Глобальні проблеми, загрози та виклики економічного розвитку»* (державний реєстраційний номер 0116U003356), в межах якої здобувачем розроблено методичні засади визначення ступеня впливу зовнішнього середовища на реструктуризаційний потенціал національних промислових підприємств, *«Глобальні виклики сталого розвитку світового господарства»* (номер державної реєстрації 0116U00335), де автором визначені перспективи корпоративного розвитку національних промислових підприємств в системі світового господарства на засадах використання інтеграційної реструктуризації.

Мета й завдання дослідження. Метою дослідження є розробка теоретико-методологічних засад і практичних рекомендацій щодо підвищення рівня ефективності реструктуризаційних змін на промислових підприємствах.

Мета дослідження визначила наступний склад поставлених і вирішених наукових завдань:

- визначити сутність економічних дефініцій «реструктуризація промислового підприємства» та «інтеграційна реструктуризація»;
- розвинути концептуальні основи застосування теоретико-методичних підходів до реструктуризації в промисловості;
- розширити класифікацію видів і форм реструктуризації промислових підприємств;

- систематизувати теоретико-методичні підходи до розробки реструктуризаційної програми підприємства;
- розробити науково-методичний підхід до визначення виду і економічної доцільності інтеграційних перетворень в залежності від стадії життєвого циклу підприємства;
- сформуванати методичні положення щодо проведення економічного аналізу інтеграційної реструктуризації промислових підприємств;
- побудувати модель формування синергетичних ефектів від інтеграційної реструктуризації;
- обґрунтувати науково-методичний підхід до визначення вартості об'єднаної структури промислових підприємств за наслідками інтеграційної реструктуризації;
- розробити методичний підхід по визначенню рівня ефективності інтеграційної реструктуризації за результатами угоди злиття/поглинання;
- сформуванати науково-методичний підхід до визначення інвестиційної привабливості інтеграційної реструктуризації на її початковому етапі;
- сформуванати методичний підхід до впровадження процесного управління інтеграційною реструктуризацією промислових підприємств;
- запропонувати методологічний підхід до визначення організаційно-економічних ефектів проекту інтеграційної реструктуризації промислових підприємств;
- розробити методичний підхід до визначення ефективності інтеграційної реструктуризації у форматі злиттів/поглинань на основі використання сценарної моделі середньозваженої вартості капіталу.

Об'єкт дослідження – процеси реструктуризації промислових підприємств в умовах трансформації економіки.

Предмет дослідження – теоретико-методологічні основи і методичний інструментарій забезпечення реструктуризаційних змін промислових підприємств.

Методи дослідження. Під час проведення дослідження було використано діалектичний метод пізнання, системний і комплексний підходи, що дало змогу всебічно дослідити теоретико-методологічні і практичні основи реструктуризації промислових підприємств. При розв'язанні поставлених в дисертаційній роботі завдань використано наступні методи: історико-аналітичний для дослідження еволюції реструктуризаційних змін на підприємстві; групування і семантичний при дослідженні термінологічного апарату сфери реструктуризації і інтеграційної трансформації промислових підприємств; дедуктивної типологізації при розгляді класифікаційних параметрів і видів реструктуризаційних змін на підприємстві; абстрактно-логічний для обґрунтування засадничих положень теорій промислової трансформації та інтеграційної взаємодії суб'єктів господарювання; аналізу і синтезу при оцінюванні інтеграційної реструктуризації на різних етапах життєвого циклу підприємства; системний і комплексний аналіз для проведення дослідження господарської діяльності підприємств та обґрунтування моделі створення інтеграційної структури підприємств; індексний і коефіцієнтний аналіз з метою проведення оцінки результативності і ефективності злиттів і поглинань та організаційно-економічного забезпечення створюваних інтегрованих структур промислових підприємств; релевантної економічної логіки при введенні моделі економічного аналізу інтеграційної реструктуризації; економіко-статистичні та економіко-математичні для визначення вартості промислових підприємств та побудови моделі визначення синергетичного ефекту підприємств за наслідками злиття/поглинання; порівняльний і економічний аналіз при дослідженні стану галузі машинобудування та визначенні економічних показників підприємств на передінтеграційній стадії реструктуризації; схематичний і графічний для наочної презентації розроблених науково-методичних положень і підходів.

Інформаційну базу дослідження склали офіційні дані Державної служби статистики України, законодавчі акти і нормативні документи

України, офіційні дані Світового банку та Конференції ООН з торгівлі і розвитку (ЮНКТАД), аналітичні дані Інституту злиттів, поглинань та альянсів, фактологічні матеріали наукових публікацій вітчизняних і зарубіжних авторів, звітність національних машинобудівних підприємств, інформаційні джерела мережі Інтернет.

Наукова новизна одержаних результатів. До основних результатів, отриманим особисто автором і що становить наукову новизну дослідження, відносяться наступні:

вперше:

– розроблено науково-методичний підхід до визначення вартості об'єднаної структури промислових підприємств, з урахуванням розподілу і отримання премії підприємством-метою за наслідками інтеграційної реструктуризації, який базується на моделі трикутного розподілу коефіцієнтів дисконтування вартості. Запропонований підхід забезпечує можливість формування розрахункового довірчого інтервалу, в якому із заданим ступенем ймовірності визначається значення капіталізації підприємства-мети і самої інтеграційної структури промислових підприємств;

– сформовано методичний підхід до впровадження процесного управління інтеграційною реструктуризацією промислових підприємств, який базується на ієрархічному розподілі груп економічних, виробничих, науково-технічних, фінансових і матеріальних факторів, підприємств-учасників інтеграції. Запропонований підхід забезпечує можливість формування виробничої програми, моделі ресурсного розподілу і перехідної стратегії нової інтеграційної структури підприємств з максимальним очікуваним рівнем синергетичного ефекту.

– розроблено методологічний підхід до визначення організаційно-економічних ефектів проекту інтеграційної реструктуризації промислових підприємств, в основу якого покладено рівневу логіко-структурну модель формування інтеграційної структури. Запропонований підхід забезпечує

можливість формування кортежу показників комплексного розрахунку виробничо-технологічної, фінансово-економічної, інформаційно-організаційної і соціально-екологічної ефективності інтеграційної реструктуризації;

– розроблено методичний підхід до визначення ефективності інтеграційної реструктуризації у форматі злиттів/поглинань на основі використання сценарної моделі середньозваженої вартості капіталу, як для підприємства-покупця (поточна ставка), так і підприємства-мети (бар'єрна ставка), що дозволяє на передінтеграційному етапі реструктуризації здійснювати оцінку інвестиційної привабливості підприємства-мети, а на постінтеграційному етапі – визначати синергетичний ефект проведеної реструктуризації.

удосконалено:

– понятійно-категорійний апарат забезпечення реструктуризації промислових підприємств який, на відміну від існуючого, ґрунтується на використанні аутентичного методичного підходу до визначення змісту та сутності економічних категорій і дозволяє представити категорії «реструктуризація промислового підприємства» і «інтеграційна реструктуризація» як логічну схему взаємопов'язаних економічних термінів;

– класифікацію видів і форм реструктуризації підприємств на основі введення додаткових ознак: модель перетворення, зміна масштабів підприємства, вид дезінтеграції/стиснення, цільова орієнтація, інтеграційна орієнтація (злиття/поглинання), що забезпечує розширення спектру управлінських ініціатив стосовно реструктуризаційних змін і удосконалення корпоративної стратегії промислового підприємства;

– методичний підхід до економічного аналізу інтеграційної реструктуризації, що на відміну від існуючих, містить фази передінтеграційного, інтеграційного та постінтеграційного аналізу із відповідним виділенням ключових розрахункових показників. Запропонований підхід покладено в основу процесу оцінки інвестиційної

привабливості і доцільності початку або продовження інтеграційної реструктуризації як для підприємства-покупця, так і для підприємства-мети.

– методичний підхід з визначення рівня ефективності інтеграційної реструктуризації за результатами угоди злиття/поглинання, який відрізняється від існуючих тим, що ґрунтується на розрахунку модифікованого показника чистої вартості поглинання з урахуванням емерджентності та синергетичного ефекту. Модифікований показник свідчить про економічну обґрунтованість угоди в разі якщо очікувана капіталізація інтеграційної структури підприємств перевищує суму окремих капіталізацій підприємств до інтеграції;

набули подальшого розвитку:

– наукове обґрунтування виділення ряду інноваційних теоретико-методичних підходів реструктуризації, які на відміну від існуючих, містять автономне організаційно-економічне наповнення, мають власну критеріальну основу їх застосування і стратегічне підґрунтя їхнього вибору, що дозволяє визначати найбільш доцільні і виправдані організаційно-економічні умови застосування цих підходів для промислового підприємства;

– методичний підхід до визначення менеджментом підприємства реструктуризаційної програми дій, який на відміну від існуючих, подається у логіко-структурному форматі поєднання причин ініціації реструктуризації, напрямку реструктуризації, концепції реструктуризації та виду реструктуризаційних змін на підприємстві і дозволяє формувати управлінський алгоритм реалізації проекту реструктуризації;

– науково-методичний підхід визначення характеру інтеграційних перетворень в залежності від стадії життєвого циклу підприємства (ЖЦП), який на відміну від існуючих, ґрунтується на процедурі застосування контрольних точок стратегічної ефективності інтеграційної реструктуризації на різних етапах ЖЦП із відповідним розрахунком техніко-економічних показників оцінки її доцільності. Запропонований підхід забезпечує можливість визначення прогностичного організаційно-економічного ефекту

інтеграційної структури на різних етапах життєвого циклу підприємств-учасників;

– модель формування синергетичних ефектів від інтеграційної реструктуризації, яка на відміну від існуючих, ґрунтується на концепції «широкої» синергії з відповідним визначенням сукупного впливу складових її ефекту у вигляді додатної зміни вартості об'єднаної структури підприємств і яка формується у вигляді етапів: 1. визначення величини вартості підприємства-поглинача і підприємства-мети до інтеграції; 2. надання прогнозної оцінки очікуваного ефекту від інтеграції у вигляді зростання ринкової вартості і формування додаткового прибутку для підприємства-покупця; 3. визначення чистої вартості інтеграційної структури у вигляді ефекту синергії за вирахуванням витрат на реалізацію угоди; 4. визначення приросту вартості підприємства-мети, як різниці вартості інтеграційної структури підприємств і його вартості до реструктуризації. Запропонована модель забезпечує досягнення запланованого рівня синергетичного ефекту за підсумком інтеграційної реструктуризації;

– науково-методичний підхід до визначення інвестиційної привабливості інтеграційної реструктуризації на початковому етапі, який на відміну від використовуваних, включає в себе індикативну модель аналізу за рахунок виділення таких показників: 1. максимальна величина премії до ціни угоди злиття/поглинання; 2. оптимальна величина премії до ціни угоди злиття/поглинання», 3. ресурсомісткість інтеграційного процесу, що у сукупності надає можливість сформулювати оціночне поле визначення початкової вартості проекту інтеграційної реструктуризації.

Практичне значення одержаних результатів дослідження полягає в можливості використання розробленого методологічного забезпечення практичних рекомендацій, як повноцінної інструментарію по проведенню раціональної організаційно-інтеграційної реструктуризації промислових підприємств усіх форм власності, що функціонують в різних системах управління. Їх комплексно використовують промислові державні і приватні

підприємства Дніпропетровського, Запорізького, Львівського регіонів, а також транспортні підприємства, і підприємства сфери послуг.

Теоретичні висновки і практичні рекомендації дослідження впроваджені в практику управління промисловими підприємствами машинобудування і інших сфер господарювання, що підтверджується відповідними документами: комплексний методичний підхід до проведення реструктуризації на підприємстві – КТ «Запорізький завод високовольтної апаратури – ВАКАТОВ» (довідка №2/01-04-765 від 04.09.2017 р.); методика формування системи управлінських рішень щодо проведення реструктуризації – ТОВ «Долфі Україна» (member of Medpack Swiss Group) – (довідка №369 від 05.12.2017 р.); методика оцінки потреби підприємства в реструктуризації – ПАТ «Українська залізниця», філія «Проектно-вишукувальний інститут залізничного транспорту» (довідка №914/НП-1 від 12.12.2017 р.); методи управління інтеграційною реструктуризацією на рівні корпоративної стратегії – ДП ВО «Південний машинобудівний завод імені О.М. Макарова» (довідка №124-1532 від 26.12.2017 р.); науково-практичні рекомендації до реструктуризації виробничих відносин і розвитку спільних проектів – ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна» (довідка №252/01-00 від 26.12.2017 р.); науково-практичний інструментарій стратегічної реструктуризації підприємств – ДК «Укроборонпром», ДНДП «Конекс» (довідка №506 від 29.12.2017 р.); положення щодо методичного забезпечення реструктуризації машинобудівних підприємств – ТОВ «Верхньодніпровський авторемонтний завод» (довідка №02/01/18 від 10.01.2018 р.); напрямки і результати реструктуризаційної роботи на промислових підприємствах машинобудівної галузі України – Запорізька торгово-промислова палата (довідка №21/У-2 від 15.01.2018 р.); організаційно-методичне забезпечення інтеграційної реструктуризації підприємств – ПАТ «Мотор Січ» (довідка №ЕРО/4-12 від 25.01.2018 р.); методичні підходи до оцінки вартості промислових підприємств при підготовці реструктуризаційних проектів – «Причорноморський науково-дослідний інститут економіки та інновацій»

(довідка №12-K/01-18 від 19.02.2018 р.); моделювання процедури оцінки та економічний аналіз проведення реструктуризації корпоративного майна підприємства – ТОВ «Придніпровський механічний завод» (довідка №79 від 20.03.2018 р.).

Теоретичні і практичні наукові здобутки, а також методичні розробки дисертаційної роботи впроваджені в навчальний процес Класичного приватного університету при викладанні дисциплін: «Економіка промислового підприємства», «Економічне управління підприємством», «Управління фінансовою санацією підприємства» (довідка № 11 від 19.01.2018 р.).

Особистий внесок здобувача. Наукові результати представлені в дисертаційній роботі було отримано автором самостійно. З ряду наукових праць, які було опубліковано у співавторстві, було використано ті наукові положення, ідеї і висновки, що становлять особистий здобуток дисертанта. З кандидатської дисертації жодних положень і матеріалів не було використано.

Апробація результатів дисертації. Основні положення дослідження, які було включено в дисертацію, пройшли апробацію на 20 конференціях, таких як: «Проблеми інформаційно-статистичного дослідження розвитку економічних систем» (м. Дніпропетровськ, 2007 р.); «Теорія і практика сучасної економіки» (м. Черкаси, 2007 р.); «Облік контроль і аналіз в управлінні підприємницькою діяльністю» (м. Черкаси, 2008 р.); «Новітня цивілізація: проблеми становлення і трансформації» (м. Дніпропетровськ, 2008 р.); «Науково-технічний розвиток: економіка, технології, управління» (м. Київ, 2009 р.); «Теория и практика предпринимательской деятельности» (м. Симферопіль, 2009 р.); «Формування нового світового економічного порядку» (м. Тернопіль, 2009 р.); «Теорія і практика сучасної економіки» (м. Черкаси, 2009 р.); «Проблеми і перспективи розвитку підприємництва» (м. Харків, 2009 р.); «Теорія і практика сучасної економіки» (м. Черкаси, 2010 р.); «Економічна інтеграція як умова підвищення добробуту у країнах СНД» (м. Одеса, 2011 р.); «Бізнес та інновації у сучасному світі» (м. Луганськ, 2011 р.); «Проблеми

економіки підприємств в сучасних умовах» (м. Київ, 2011 р.); «Соціально-економічні аспекти реструктуризації регіональної економіки» (м. Вінниця, 2011 р.); «CIS: history, today, prospects» (Шефїлд, Велика Британія, 2013 р.); «Менеджмент у ХХІ сторіччі: методологія і практика» (м. Полтава, 2015 р.); «Проблеми формування та розвитку інноваційної інфраструктури: європейський вектор – нові виклики та можливості» (м. Львів, 2015 р.); «Комп'ютерне моделювання та оптимізація складних систем» (м. Дніпропетровськ, 2015 р.); «Development of social and economic systems in a global competitive environment» (Кишинів, Молдова, 2016 р.); «Economic Innovative potential of socio-economic systems: the challenges of the global world» (Лісабон, Португалія, 2016 р.).

Публікації. Основні результати і положення дисертаційної роботи викладено у 52 наукових роботах, з них: 3 монографії, 24 статті у наукових фахових виданнях України, 5 статей в наукових виданнях інших країн, зокрема 19 статей у виданнях які входять до міжнародних наукометричних баз, 20 тез за матеріалами конференцій. Загальний обсяг публікацій – 88,44 д. а., з яких особисто автору належить 80,2 д. а.

Структура й обсяг роботи. Дисертація складається зі вступу, п'яти розділів, висновків, списку використаних джерел, вісімнадцяти додатків. Загальний обсяг дисертації становить 523 сторінки, з них основний текст – 403 сторінки, список використаних джерел – 63 сторінки, додатки – 37 сторінок. Робота містить 83 рисунки і 55 таблиць.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ І МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ ПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ В ТРАНСФОРМАЦІЙНІЙ ЕКОНОМІЦІ

1.1. Еволюційна стратифікація і теоретичні основи реструктуризації промислових підприємств

Підвищити здатність вітчизняних підприємств працювати в умовах жорсткої конкуренції на ринках товарів та капіталу необхідно шляхом досягнення високого рівня конкурентоспроможності. Через нестабільну діяльність підприємств виникає потреба активізації пошуку результативних способів адаптації діяльності підприємства до мінливих умов макросередовища. Вирішувати такі завдання можна шляхом удосконалення або зміни організаційної структури управління, що дозволить окремому підприємству лише локально пристосуватись до вимог промислових ринків, але не дозволить якісно провести перетворювальні комплексні зміни.

Процеси адаптації підприємств до умов функціонування ринку і способи здійснення змін в їх економічній діяльності відбувались протягом історичної еволюції ринкових відносин. Існували різні погляди на проведення такої промислової адаптації та реалізації такого роду перетворень. Ще у XIX ст. перед інженерами і практиками постали теоретичні та практичні проблеми щодо втілення в промислове виробництво технологій змін та покращення виробничих процесів. Вирішенням проблем стануть умови, за яких будуть отримані такі позитивні результати:

1. Обґрунтування і практичне виправлення своєрідних властивостей структур, форм і методів управління, які стримують організаційний розвиток підприємства.

2. Використання економічних постулатів загального і системного значення які незмінні до складових частин виробничої системи та методів управління на підприємстві;

За рахунок таких умов, процес реформування матиме високий рівень ефективності. Ми можемо визначити потреби в трансформації для підприємства шляхом дослідження історично-наукових і еволюційних поглядів щодо управління господарюючими системами, починаючи з першої чверті XIX ст. Еволюцію концептуальних підходів щодо промислових перетворень комплексно представлено на рис. 1.1.

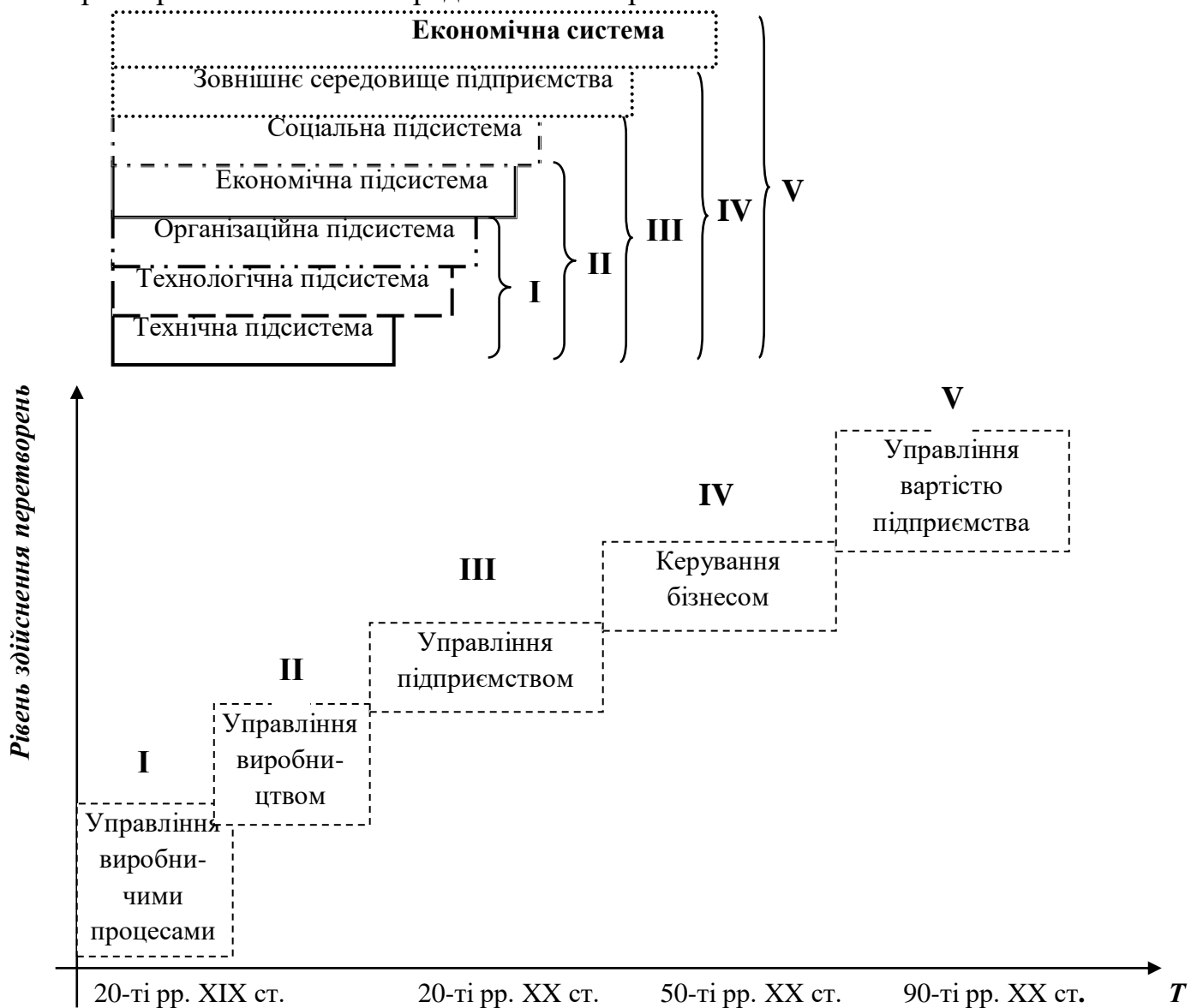


Рис. 1.1. Еволюційні етапи зміни процесів перетворень для промислових підприємств

Джерело: Побудовано за даними [20, 112, 252, 273]

В ході дослідження нами виділено такі етапи еволюції концептуальних підходів щодо перетворень підприємств:

1. «Управління виробничими процесами». Сутність цього етапу полягає у тому, що процес реструктуризації має два підходи: процесний та ієрархічний. Мета процесного підходу полягає у проведенні реструктуризації «горизонтальним» способом, за рахунок зміни основних складових провідного процесу виробництва (саме знарядь, предметів і самої конкретної праці) [1]. При цьому підході реструктуризації піддавались основні засоби підприємств, зокрема: обладнання і промислові машини, матеріальні потоки, незавершене виробництво, конструкційні елементи. Паралельно запроваджувались нові технології, які замінювали ручну працю механізованою. Це дозволило підвищити рівень продуктивності праці на окремих ланках виробничого процесу. Проведення вищезазначених заходів в процесі реструктуризації підприємств, може бути досягнуто максимальну результативність певних процесів виробництва товарної продукції чи послуг [2].

2. «Управління виробництвом». Цей історичний етап відзначився переходом до нового рівня якісних перетворень. Технічне оновлення виробничого процесу має досить тривалий термін, проте слугує резервом для підвищення продуктивності праці. Враховуючи скорочення термінів тривалості періодів в ході історичної еволюції, відбувається інтенсифікація процесу перетворень. Зростає вичерпність забезпечення поступового зростання ефективності виробничого процесу, основою якого є процесний підхід. Результатом здійснення цього підходу стало проведення на високоякісному рівні реструктуризації, сутність якої полягає в управлінні виробництвом. Характерна відмінність нового підходу не лише у переході від процесного рівня до міжпроцесного, а й виявленні резерву для підвищення ефективного функціонування підприємства, як управлінського фактору, на перспективу. Висока якість формування та виконання управлінських рішень сприяє позитивній динаміці основних економічних показників діяльності

підприємств. В загальному розумінні – це організація на високому рівні виконання основних функції управління господарством. Зокрема, планування, організація, координація, мотивація, контроль тощо. Формування уявлення про підприємство як єдиної сформованої сукупності керованої та управлінської підсистем відбулось саме на другому історичному етапі еволюції концептуальних підходів. Закінчення цього етапу відзнаменувалось формуванням управлінської теорії виробництва як окремої галузі дослідження. Теоретичні підходи щодо зазначеної теорії знайшли своє відображення у працях класиків менеджменту: Ф. Тейлора, А. Файоля, Г. Гантта, Ф. Емерсона тощо [3, 2, 4]). Викликає науковий і практичний інтерес концепція управління, запропонована Г. Фордом. Він виявив тісний взаємозв'язок між реструктуризацією виробництва та менеджментом в процесі виробничої діяльності загальновідомої компанії «Форд». Г. Форд зазначив, що організація конвеєрного виробництва на заводі стала наслідком зміни в організаційній структурі управління. Ці зміни сприяли необхідному пристосуванню підсистеми управління [5].

3. Початок ХХ століття характеризується появою третього історичного етапу концептуального підходу щодо перетворень підприємств – «управління підприємством». На цьому етапі не лише виробництво стає об'єктом управління, а й всі процеси, що відбуваються на підприємстві, та ресурси, що забезпечують виробничий процес [6]. Вищезазначені особливості стали основною відмінною ознакою третього етапу. В результаті таких перетворень формуються такі напрями як управління фінансами, управління персоналом, логістика, операційний менеджмент тощо. Слід зазначити про поєднання процесів та одночасних змін базових елементів виробництва. Результатом науково-технічного прогресу для всієї економічної системи є оновлення організації праці, що має безперервний характер. Відносно окремого підприємства процес оновлення здійснюється через певні проміжки часу. Важливість досягнення підприємством високих результативних економічних показників своєї діяльності стрімко зростає. Внаслідок цього збільшується

кількість складових елементів об'єкту управління, прогресивно наростає кількість зв'язків, що й ускладнює сам об'єкт управління. Зазначені теоретичні аспекти знайшли своє відображення у працях: Е. Мейо, Л. Урвіка, Ф. Херцбергера, Д. Мак-Грегора [3, 7, 8]. Слід зазначити, що роль управління поступово збільшується. Сформувався розуміння того, що сукупність всіх внутрішніх чинників виробництва формують єдине розуміння об'єкту управління.

4. Еволюція концептуальних підходів продовжилась формуванням нового етапу – «Управління бізнесом», де значну роль у розвитку теорії та практики відіграють зовнішні чинники функціонування підприємства. Відбувається процес розвитку ринкових відносин шляхом демократизації умов підприємницької діяльності, тому тенденція має об'єктивний характер. Посилюється конкурентна боротьба між суб'єктами господарювання. До підвищення якості ускладнення коопераційних зв'язків та зростання їх значення призводять збільшення обсягів виробництва. Підприємство стає відокремленою підприємницькою структурою і поступово перетворюється в бізнес. Домінуючу роль відіграє ринкова позиція підприємства, що стала основною відмінною характерною рисою [6, 9]. Тобто стан розвитку господарства має певні конкурентні переваги перед підприємствами-аналогами. Пріоритетом управління стає вигідне положення підприємства на ринку. Досягнення ефективного позиціонування можна досягти, використовуючи дослідження ринкового середовища.

5. Останній етап еволюції перетворень, який триває до теперішнього часу має назву «Управління вартістю». Сутність п'ятого етапу розкривається у процесі формування вартості, а цільовим критерієм цього процесу є максимізація вартості, тобто [10]:

$$L = [C_{\text{бізн}}] \rightarrow \max \quad (1.1)$$

де L – цільова функція;

$C_{\text{бізн}}$ – вартість бізнесу (функціонуючого підприємства).

Вивчення змістовних характеристик концепції управління вартістю, на нашу думку, потребують детального аналізу.

Спершу, необхідно зазначити адекватність концепції економічній сутності процесів, які в сукупності формують безпосередньо сам бізнес підприємства. В даному випадку бізнес розглядається як процес капіталоутворення. Як вже зазначалося раніше, процес розширеного відтворення має кількісний характер і/або якісні зміни капіталу. Оцінка кількості капіталу проводиться з використанням показника вартості, який є єдино можливим. У нашому дослідженні аналізується показник вартості бізнесу.

Наступним кроком є розгляд концепції, сутність якої полягає у складанні та систематизації об'єктів різного призначення, які можна реструктуризувати. Наприклад, показником ефективності заміни ручної праці на механізовану є зростання продуктивності праці. Цей показник виступає ключовим індикатором при реструктуризації певних виробничих процесів. Показником результативності управління виробництвом є рівень узгодженості роботи окремих елементів виробничої системи. Результат функціонування окремих елементів можливо оцінити за допомогою розрахунку втрат часу, ресурсів тощо. Самим значимим показником продуктивності управління бізнесом є відтворюваний грошовий потік. Цілком зрозуміло, що зазначені вище економічні показники порівняти не можливо через відмінність у їх змістовних характеристиках. Але, якщо перевести ці показники так, щоб вони мали одні і ті ж одиниці вимірювання, наприклад, «вартість», тоді їх можна порівняти і зробити відповідні висновки.

При переході до цієї концепції складові елементи об'єктів управління залишається сталими. Тлумачення цих об'єктів дещо інші, які роз'яснюються як вплив на вартість бізнесу як інтегровані вартісні фактори. Кожен із елементів об'єктів управління здійснює певний вплив на результати

функціонування бізнесу. Тому ефективність функціонування об'єктів слід оцінювати за ступенем їх вкладу в бізнес.

Економічна необхідність здійснення реструктуризації у наведеному поясненні, яке докорінно змінює ключові фактори та способи її проведення в господарствах, визначається неадекватністю існуючого стану вартості бізнесу цільової функції $L (C_{\text{бізн}} \rightarrow \text{max})$.

За умови детального обмірковування всіх значимих ознак, особливо системних, і основних функціональних елементів підприємств, які підлягають реструктуризації, у перспективі можливо здійснити ефективну практичну реалізацію досліджуваної концепції. Запорукою успіху у проведенні перетворень стає використання відповідних теоретичних і методологічних підходів. У вивченні питання реструктуризації підприємств науковці приділяють особливу увагу дослідженню організаційних, технологічних та правових факторів (як для загальних ознак так і для їх закономірностей). Розгляду цього питання присвячені праці [11, 12, 13, 14, 15, 16].

В умовах сучасного розвитку науки і технологій зміни у розробках, у впровадженні інновацій, у життєвому циклі товарів відбуваються дуже швидко. Тому управлінці на підприємствах повинні оперативного реагувати на ці зміни та пристосовувати процес виробництва до них. На думку провідних американських фахівців в області перетворень підприємств Н. К. Демзеца і К. Лена: «для нового століття, не підходить модель, за якою тривалі періоди спокою або задоволеності положенням фірми змінюватимуться короткими проміжками активності» [17, с. 1160-1161].

Значний вплив на діяльність підприємств здійснюють макроекономічні чинники, які посилюють конкурентну боротьбу на світовому ринку. Прискорений розвиток інформаційних технологій, науково-технічного прогресу позначається на функціонуванні господарств. Позитивно також впливають підвищення рівня людського капіталу, обізнаності працівників в галузі економічних, управлінських відносин [18]. Внаслідок підвищення

доходів громадян у різних країнах світу вимоги споживачів до якості товарів і послуг зростають, що має вплив на виробничий процес підприємства. Зміна технологій виробництва тягне за собою і зростання забруднення навколишнього середовища та збільшення енерговитрат, тому підприємствам у своїй діяльності необхідно врахувати ці чинники та прийняти заходи щодо зменшення їх впливу на природне середовище. Автором систематизовано чинники впливу на діяльність промислових підприємств на світовому ринку, що зображено на рисунку 1.2.



Рис. 1.2. Фактори впливу на промислове підприємство з боку світового ринку
Джерело: Побудовано за даними [19]

Сукупність чинників мінливого зовнішнього середовища чинять вплив на діяльність підприємств, тому їх основним завданням в цих умовах має бути своєчасне пристосування до змін.

Зміни як процес, на підприємстві науковці називають по-різному: «реформування», «реінжиніринг», «реорганізація», «реструктуризація». Але серед наукової спільноти немає єдиної точки зору щодо розуміння цих понять.

Дослідники І.І. Мазур, В. Д. Шапіро дотримуються думки, що терміни «реформування» «реструктуризація», «реорганізація», не тотожні і мають різні тлумачення щодо розуміння їх змісту. Науковці відзначають домінування окремих аспектів у поясненнях понять. За переконаннями І.І. Мазур, В. Д. Шапіро, тлумачення змісту вказаних дефініцій слід визначати як процеси поступово ускладнювальні процеси перетворень в діяльності підприємства [20]. Отже, реорганізацію, як мікроточне поняття з усіх вище наведених І.І. Мазур, В. Д. Шапіро трактують, як акт системного перетворення, реформування постає у вигляді змін виробничої діяльності, і вже сама реструктуризація вбирає всі перелічені вище характеристики і постає як комплексний проект змін в роботі промислового підприємства [20]. На нашу думку, наведене визначення більш вдало характеризує сутність досліджуваних понять. «Мета реформи підприємств може бути досягнута шляхом реструктуризації підприємства» [21, с. 22]. За нашими переконаннями, у наведеному визначенні поняття «реструктуризація» розглядається як основний засіб реформування підприємств.

На думку зазначених вчених І.І. Мазура, В.Д. Шапіро та таких як І.А. Маркіна, І.В. Бортника, категорії «реінжиніринг» та реструктуризація є тотожними. Вчені визначають процеси реінжинірингу як складові і включені в метод проведення реструктуризації на підприємстві [20, с. 212; 26].

Такої ж думки дотримується і М.Д. Аїстова, яка стверджує, що реформування підприємств «найбільш загальне, усеосяжне поняття, що охоплює численні складові господарської діяльності підприємства і напряду його перетворень, у тому числі реструктуризацію і реінжиніринг» [22, с. 32].

Можна погодитись з Є.В. Андрієвською, яка визначає термін «реформування» як найбільш загальне по відношенню до понять «реструктуризація» та «реінжиніринг» [2, с. 11].

Л.С. Довгань співвідносить тлумачення змісту понять «реструктуризація» і «реінжиніринг», використовуючи їх як синоніми [24]. У науковій праці класиків М. Хаммера і Дж. Чампі «концепції реінжинірингу в бізнесі» висловлюється думка, що «реінжиніринг це не реструктуризація або зменшення розмірів корпорації» [25, с. 81]. Автори визначають, що поняття «реінжиніринг» - це «фундаментальне переосмислення і радикальне перепроєктування бізнес-процесів для досягнення істотних поліпшень в таких ключових для сучасного бізнесу показниках результативності як: витрати, якість, рівень обслуговування і оперативність» [25, с. 59].

Враховуючи вищесказане, можемо стверджувати, що досліджувані поняття мають різне змістовне значення, їх не можна вживати як споріднені терміни, вони не тотожні. За нашими переконаннями, реінжиніринг можна тлумачити як самостійний напрям реформування підприємства разом з реструктуризацією або як один з її методів.

Нам здається помилковою думка А.В. Галушко, С.О. Кравченко і Н.Г. Міценко [27, 28, 29], які ототожнюють поняття «реструктуризація» і «реорганізація». При дослідженні термінів «реструктуризація» і «реорганізація» необхідно вивчити їх значення та формоутворення. Поняття «реструктуризація» походить з англійської мови та означає зміну існуючої організаційної моделі або структури, а префікс «re» – «знову, наново, ще раз, назад». «Структура» з латинської «structura» – будова, розташування, порядок. Структура – це взаєморозташування і зв'язок складових частин певної сутності. Отже, реорганізацію ми визначаємо як зміну форми організації реального бізнесу. Тому, поняття «реорганізація» це термін нижчої ланки відносно до категорії «реструктуризація».

Реорганізація так само як і реструктуризація може здійснюватися у формі злиття, приєднання, розподілу, виділення і перетворення [30, с. 249].

Зміну внутрішньої організаційної структури підприємства називають реорганізацією. З огляду на це, можна стверджувати, що реорганізація – це складова частина реструктуризації. Тому, на нашу думку, реструктуризація має більш широке значення, ніж реорганізація. Ми погоджуємось з позицією більшості науковців, які стверджують, що реорганізація – це вид перетворення на підприємстві, яким саме і стає реструктуризація.

Узагальнюючи вищесказане, можемо представити співвідношення досліджених економічних дефініцій: «реформування», «реструктуризація», «реорганізація» і «реінжиніринг» у вигляді наступної схеми (рис. 1.3.).



Рис. 1.3. Організаційне співвідношення дефініцій: «реформування», «реструктуризація», «реорганізація» і «реінжиніринг» підприємства
Джерело: Власна розробка

Економічне поняття «реструктуризація» з'явилося завдяки активній управлінській роботі Д. Велча, який у 80-ті рр. XX ст. займав пост генерального директора корпорації «General Electric». Ця категорія набула широкого вжитку саме після його професійних досягнень [31]. В Україні це

поняття почало використовуватись із середини 90-х років ХХ століття, коли здійснювались перші спроби реформування ринкової економіки.

Дещо дискусійним, на нашу думку, дає визначення поняттю «реструктуризація» А.М. Азріліян:

1) «...зміна структури активів і витрат підприємства, що проводиться або підприємствами-банкротами, або фірмами, що намагаються підвищити ціну своїх акцій з метою запобігання ворожого поглинання».

2) укладення кредитором договору, в результаті якого борг, з терміном погашення, що наближається, замінюється боргом з пізнішим терміном [32, с. 893].

Аналізуючи перше визначення можемо сказати, що воно не універсальне і воно містить дискретні елементи самої реструктуризації – у вигляді загрози банкрутства або загрози «ворожого поглинання». За другим визначенням стоїть розуміння проведення не комплексної організаційної реструктуризації підприємства, а реструктуризації тільки кредиторської заборгованості.

Підприємство – складна система, яка провадить свою діяльність під впливом мікро- та макросередовища. Так як «реструктуризація», за думкою Т.В. Бондар, це перебудова чогось, то сутність «реструктуризації підприємства» полягає у зміні структури і функцій самого підприємства з метою покращення діяльності під впливом факторів внутрішнього і зовнішнього середовища [33, с. 82].

Поряд із англійськими термінами «реструктуризація» і «реструктурування» використовується близький за значенням термін «реорганізація», змістовне значення якого подано у «Економічному словнику» В.А. Коноплицького, Г.І. Філіної. У словнику подається таке визначення: «перетворення, перевлаштування організаційної структури і управління підприємством, компанією, при збереженні основних засобів, виробничого потенціалу підприємства» [34, с. 376]. На сьогодні не існує єдиної думки серед науковців і загального поняття сутності терміну

«реорганізація». Більшість вчених трактують це поняття як окремі специфічні перетворення на мікрорівні (Н.Л. Зікій [35]). Процес скорочення дебіторської заборгованості та покращення фінансового стану підприємств або зміну організаційної форми чи організаційно-правової форми власності більшість економістів ототожнюють з поняттям реструктуризації.

У діловій сфері під реструктуризацією розуміють виведення активів кризового підприємства від претензій кредиторів або власників. З юридичної точки зору, реструктуризація – це зміна права власності різних груп осіб і підприємств, які пов'язані із перебудовою організаційної діяльності підприємств. З іншого боку до трактування сутності поняття «реструктуризація» підходять економісти. На їх думку, це процес переходу до ефективних методів управління і господарювання шляхом створення та оптимізації управлінської системи [36, 37, 38].

Особливий науковий інтерес щодо розуміння поняття реструктуризації підприємств викликають дослідження Ж.Л. Крисько, який стверджує, що це «структурна перебудова направлена на ефективний поділ і подальше ого використання наявних ресурсів підприємства та утворення високоефективних бізнес-одиниць в структурі підприємства на базі раніше працюючих окремих виробничо-адміністративних підрозділів і служб. Крім цього Ж.Л. Крисько зазначає, що реструктуризація це і приєднання до нашого підприємства інших підприємств або окремих виробництв, купівля визначеної частки в капіталі іншого підприємства» [39, с. 38-39].

Автор І.О. Юшачков вважає, що термін «реструктуризація» означає «зміну у виробничій і організаційній структурах, а також в структурах активів і капіталу, які не є частиною повсякденного ділового циклу підприємства» [40].

Такі вчені як О. Редькін, В. Реген, М. Хрущ характеризують реструктуризацію як акт змін в структурі певного підприємства або форматі виробляємої і реалізуємої товарної продукції, а акт реформування слід віднести до корпоративних стратегій та трансформацій [41, с. 24-26].

Вищенаведені визначення, на думку автора, мають однобічний характер у трактуванні сутнісного змісту і зводяться до певних змін у складових самої структури підприємства. За нашими переконаннями, таке розуміння поняття трактується у вузькому розумінні і його необхідно розширити і доповнити. Підприємство характеризується як цілісна економічна система, яка має певну структуру і виконує відповідні функції. Під структурою економічної системи розуміють організацію і характер зв'язків між сукупністю елементів. В умовах мінливого зовнішнього середовища головним завданням системи є забезпечення узгодженості функціонування між окремими економічними елементами [42, 43]. Результатом функціонування системи є створення продукту з використанням технологічних процесів з метою подальшої його реалізації споживачам. В економічній системі структура і функції тісно пов'язані між собою. Під впливом чинників зовнішнього середовища в оптимальній структурі економічної системи має бути забезпечено ефективне виконання функції [44]. На нашу думку, значення терміну «реструктуризація підприємства» повинно бути доповнене розумінням комплексних і взаємопов'язаних змін внутрішньої структури і функцій підприємства, які забезпечують ефективну економічну діяльність в цілому. За результатами аналізу наведених теоретичних підходів визначення терміну «реструктуризації підприємства», можемо зробити узагальнюючі висновки.

До визначення змісту терміну «реструктуризація підприємства» науковці: В.С. Пономаренко, О.В. Раєвнева, С.О. Степуріна підходять з боку зміни організаційної, виробничої, фінансової, кадрової, інформаційної структур підприємства [45]. За переконаннями словацького вченого-дослідника Л. Водачека, реструктуризація є «комплексними і взаємозв'язаними змінами структур, що забезпечують функціонування підприємства в цілому» [46, с. 85].

Деякі дослідники під реструктуризацією розуміють радикальні зміни на підприємстві. Так дослідник А. Євсєєв розуміє реструктуризацію як тільки ті

зміни, які не є «частиною повсякденного ділового циклу компанії» [47, с. 109]. Наприклад, О. Вятрович вважає, що це «радикальні зміни структури господарської організації» [48, с. 41]. В той же час: В. Шульц, Б. Гарбаж, Дж. Падух характеризують реструктуризацію як «не просто поліпшення поточних результатів, а «проективно здійснюваний розрив з існуючим статус-кво» [49, с. 42]. За нашим переконаннями, ці автори дотримуються радикальних підходів щодо розуміння змісту терміну «реструктуризація підприємства».

Серед науковців є й прибічники ринкового підходу щодо розуміння сутності поняття «реструктуризація підприємства». Так, на думку американських вчених: Дж. Гамілтона, М. Хіла, П. Кнірша і Є. Залецькі, реструктуризація – це «використання усього управлінського і виробничого потенціалу, необхідного для створення і прибуткового продажу потрібних споживачам товарів і послуг» [50, с. 103]. Цієї ж думки дотримуються й американці Х.І. Цвайг [51] так і Д. Стенді, які визначають реструктуризацію як «приведення організаційної і виробничої структур у відповідність з обсягом продукції, на яку є платоспроможний попит» [52, с. 13].

Інші погляди реструктуризацію мають дослідники так званого «адаптаційного підходу» промислових змін. Вони вважають, що реструктуризація – це процес пристосування підприємства до змін в макроекономічному середовищі. За переконаннями українських вчених: П.В. Аксьонова [53], О.М. Вакульчик [54], І.Б. Гуркова [55] та І.М. Кирчатої [56, с. 182], під реструктуризацією слід розуміти підконтрольний процес змін направлених на адаптування підприємства до швидко і постійно змінних умов зовнішнього середовища.

Реструктуризацію як процесом запобігання і подолання кризових ситуацій в економічній діяльності підприємств вважають деякі дослідники. Зокрема: Я.В. Васьковська [57, с. 13], І.В. Височин [58, с. 162], М.М. Галелюк, О.О. Погоріляк, А.В. Мартинюк [59], В.І. Дубницький [60, с. 29], Р. Рубак [61], ми вважаємо їх слід віднести до послідовників антикризового підходу стосовно визначення змісту протікання реструктуризації.

Крім вищезазначених підходів, є представники, які належать до інтеграційного підходу. У своїх дослідженнях вони подають визначення узагальнюючого розуміння змісту поняття реструктуризація. Науковці об'єднують в єдине ціле усі раніше розглянуті походи. Ряд дослідників: Б. Андрушків, М. Кірич, О. Погайдак [62], І.І. Мазур і В.Д. Шапіро [21], О. Ніфаєва [63], Дж. Вестон, Дж. Сіу, Б. Джонсон [64], належать до інтеграційного підходу. Вчені, які працюють у цьому напрямку під категорією «реструктуризація підприємства» пропонують визначати процеси змін в різних структурних частинах підприємства і ці зміни можуть не бути частиною постійного ділового циклу підприємства; вони можуть виступати у якості змін під впливом факторів зовнішнього середовища; як зміни спрямовані на удосконалення роботи підприємства з урахуванням вимог ринку; як зміни націлені на усунення кризових проявів.

Часто вчені в своїх роботах застосовують до категорії «реструктуризація» споріднені або близькотрактовні конструкції та категорії, такі як: «фундаментальні зміни», «радіальні зміни», «докорінні зміни». Ми вважаємо, що ці сполучення слів доцільно замінити на слово «перетворення». У словнику під редакцією за ред. Г.В. Осовської, О.О. Юшкевича, Й.С. Завадського «перетворення» характеризується як «корінні зміни», а перетворити означає «внести корінні зміни до чого-небудь, переробити, перебудувати; зробити чим-небудь іншим» [65, с. 451]. Найбільшої динаміки набуває інтеграційний підхід проведення реструктуризації діяльності підприємств. Він базується на технологіях корпоративної перебудови у вигляді злиттів і поглинань, що призводить до зміни структури власності, а отже і до змін самої організаційно-виробничої, фінансової і ринкової структури.

Головними дослідниками та провідниками впровадження інтеграційного підходу до реструктуризації стали: Д. Вашон [66], П. Гохан [67], Т. Гранді [68], Д. Депаффіліс [69], Г. Дінз [70], С. Рід і А. Лажу [71], С. Крішнамурті [72], Р. Морк [73], М. Рудик [74]. Систематизація теоретико-

методичних підходів до трактування і використання поняття «Реструктуризація підприємства» наведена в таблиці 1.1.

Таблиця 1.1

**Основні теоретико-методичні підходи щодо трактування категорії
«Реструктуризація підприємства»**

Теоретико-методологічний підхід	Провідні представники	Організаційно-економічна сутність підходу
1. Структурний	В.С. Пономаренко, О.В. Раєвнева, С.О. Степуріна [45], Л. Водачек [46]	Зміни в функціональних сферах підприємства. Організаційний, виробничий, фінансово-інвестиційний, кадровий, інформаційний і культурно-традиційний функціонал
2. Радикальний	О. Вятрович [48], О.С. Євсєєв [47], В. Шульц, Б. Гарбаж, Дж. Падух [49].	Системно-радикальні зміни
3. Ринковий	Дж. Гамілтон, М. Хіл, П. Кнірш, Є. Залецкі [50], Д. Стенді [51], Х.І. Цвайг [52]	Відповідність виробничої, товарної і збутової політики підприємства конкурентним вимогам свого базового ринку (сегментів ринку)
4. Адаптаційний	П.В. Аксьонов [53], О.М. Вакульчик [54], І.Б. Гурков [55], І.М. Кирчата [56]	Адаптація до турбулентних факторів зовнішнього середовища та їх системне врахування
5. Антикризовий	Я.В. Васьковська [57], І.В. Височин [58], Галелюк, О.О. Погоріляк, А.В. Мартинюк [59], В.І. Дубницький [60], Р. Рубак [61]	Технологія попередження і подолання кризових процесів

6. Інтеграційний	Б. Андрушків, М. Кірич, О. Погайдак [62], І.І. Мазур і В.Д. Шапіро [21], О. Ніфаєва [63], Дж. Вестон, Дж. Сіу, Б. Джонсон [64], Д. Вашон [66], П. Гохан [67], Т. Гранді [68], Д. Депамфіліс [69], Г. Дінз [70], С. Рід і А. Лажу [71], С. Крішнамурті [72], Р. Морк [73], М. Рудик [74].	Модельне поєднання інструментів і елементів які представляють структурний, радикальний, адаптаційний, ринковий і антикризовий підхід при проведенні операції злиття або поглинання (інтеграційної угоди)
------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Джерело: Систематизовано автором

На наш погляд, трактування дефініції «Реструктуризація підприємства» якнайповніше відбиває інтеграційний підхід, тому ми пропонуємо розвинути його зміст у межах саме цього напрямку, і дати таке визначення: «реструктуризація підприємства» – це сукупність комплексних організаційних перетворень підприємства, що формують його стратегічну стійкість в умовах швидкозмінного зовнішнього середовища, які здійснюються на основі прогнозування їх доцільності з метою досягнення сталих цілей розвитку, а також для нівелювання чи виходу з кризових процесів.

Нами використано ключове словосполучення у розумінні цього поняття таке як «комплексні організаційні перетворення». Терміном «комплексність реструктуризації» характеризується перетворення у всіх сферах діяльності підприємства: виробничій, маркетинговій, кадровій, фінансовій і системі управління.

Порівняно з іншими дефініціями терміну, це визначення має певні уточнення. Перш за все, у трактуванні змісту поняття акцентується увага на комплексності і взаємозв'язку щодо змін внутрішньої структури підприємства та виконуваних ним функцій. Відзначено керованість процесом змін. Підкреслено, що основна причина реструктуризації пов'язана із

змінами макросередовища. У визначенні поставлено мету проведення реструктуризації – здобути стратегічну стійкість підприємства. Отже, процес реструктуризації промислових підприємств має бути спрямованим на пристосування до умов середовища, в якому воно функціонує.

1.2. Реструктуризація підприємств як інструмент досягнення стратегічної стійкості

Стратегічна стійкість підприємства в умовах високо турбулентного середовища та агресивності конкурентного тиску може бути забезпечена саме реструктуризацією. Для встановлення зв'язку між процесом реструктуризації та стратегічною стійкістю необхідно спершу дослідити сутність поняття «стратегічна стійкість». Загальноприйнято вважати, що стійкість означає стабільність, постійність, об'єкт, який не схильний до коливань. Тобто, другий об'єкт стійкіше, ніж третій і менш стійкий, у порівнянні з першим. Значення поняття «стійкість» відносне, бо сам показник стійкості можна оцінити, порівнюючи його з іншим таким же показником.

На думку українських дослідників В.Ж. Дубровського, О.А. Романової, О.І. Татаркіна та І.М. Ткаченко – стійкість слід трактувати через призму здатності окремої економічної системи не виходити за певні мережеві ліміти і постійно повертатися у фазу структурної рівноваги.... [75, с. 122-123].

За науковою думкою М.О. Кизима, ми можемо говорити про розуміння стійкості роботи промислового підприємства вже через призму лабільності і адаптації до умов як внутрішнього так і зовнішнього середовища, вирощувати здатність не підкорюватися таким змінам і підтримувати рівноважно-стабільну динаміку господарювання і досягати поставленої стратегічної мети і окреслених тактичних завдань [76, с. 78].

У практичній діяльності підприємства показник фінансової стійкості показує результативність його функціонування. Під фінансовою стійкістю підприємства такі вчені як Семенов А.Г. та Сарапіна О.А. розуміють стабільне фінансове положення суб'єкту господарювання, наявності збалансованих фінансів, високому рівні ліквідності активів та присутності фінансових резервів [77; 78, с. 18]. За нашими переконаннями, визначення стійкості лише за показником фінансової стійкості підприємства не можна повною мірою аналізувати його діяльність. При такому дослідженні не враховуються виробничо-технологічні фактори, кадровий потенціал, положення на ринку, організація управління. Вони також мають значний вплив на роботу промислового підприємства. З іншого боку вплив здійснюють негативні фактори: зношена виробнича база, застарілі технології, несприйнятливий до нововведень персонал. Внаслідок їх дії послаблюється стійкість підприємства, погіршується його фінансовий стан.

Отже, для трактування категорії «стійкості підприємства» слід застосовувати комплексний підхід, який буде враховувати не лише показник фінансової стійкості, а й інші економічні показники, які здійснюють свій безпосередній вплив на діяльність підприємства.

А.П. Наливайко трактує стратегічну стійкість через призму здатності і потенції формування і розвитку явних конкурентних ринкових переваг у базових сегментах ринку, здатність формувати високий рівень абсолютної ліквідності, функціональної платоспроможності. Мати високу загальну і реалізаційну рентабельність [79, с. 57]. Науковець у понятті «стратегічна стійкість» поєднує й ряд інших показників визначення стійкості: фінансова, технологічна, ринкова, кадрова тощо.

Вітчизняні вчені Г.В. Астапова та І.П. Булеєв, С.В. Богачьов, М.В. Мельникова зазначають, що стратегічна стійкість підприємства знаходиться під тиском ряду факторів: система і стиль управління, організаційна структура, корпоративна культура [80, 81].

Ми вважаємо, що аналіз наведеного вище ряду показників стратегічної стійкості допоможе оцінити якість господарської діяльності певного промислового підприємства. Таблиця 1.2 містить елементи стратегічної стійкості підприємства.

Таблиця 1.2

Складові елементи стратегічної стійкості промислового підприємства

Складові стратегічної стійкості	Характеристика	Прояви зміцнення стратегічної стійкості
1. Фінансова стійкість	Здатність підприємства тривалий час підтримувати планований рівень ліквідності і платоспроможності	Поліпшення фінансових показників діяльності підприємства
2. Ринкова стійкість	Здатність підприємства до тривалої присутності на своїх основних ринках (сегментах ринку)	Зміцнення позицій підприємства на ринках збуту.
3. Виробничо-технологічна стійкість	Здатність впроваджувати і розвивати передові технології і забезпечувати запланований рівень випуску продукції з високим рівнем якості	Відповідність науково-технологічного характеру продукції і технології виробництва сучасним вимогам і тенденціям світового розвитку
4. Кадрова стійкість	Здатність до підтримки низького рівня плинності кадрів і ефективного організаційного використання персоналу підприємства	Стабілізація кадрового складу підприємства
5. Стійкість системи управління підприємством	Здатність забезпечувати довгострокову ефективну модель управління підприємством	Вдосконалення структури управління, підвищення кваліфікації управлінських кадрів, розвиток організаційної культури тощо

Джерело: Систематизовано автором

В умовах трансформацій мікро- та макросередовища першочерговим завданням підприємства стає цементування його стратегічної стійкості. Якщо порушується взаємодія факторів зовнішнього та внутрішнього середовища,

то стійкість підприємства знижується. У випадку порушення балансу між підприємством і зовнішнім середовищем, що стає наслідком зниження стратегічної стійкості, використовують такий дієвий інструмент як реструктуризація.

З метою визначення доцільності реструктуризації нами досліджено сукупність зовнішніх факторів, які можуть негативно вплинути на рівень стратегічної стійкості. Для цього з'ясовано сутність поняття чинників зовнішнього середовища підприємства. А.М. Азріліян характеризує чинник як істотну обставину в якому-небудь явищі або процесі [32, с. 1168]. За переконанням В.В. Глущенко, чинник стає джерелом і вектором протікання певного виділеного процесу або явища, які в парі визначають притаманні риси і характеристики цього процесу або явища [82, с. 23]. Російські науковці Ю.М. Чернявський, Н.М. Чикишева здійснили спробу згрупувати чинники, які спонукають до реструктуризації, у групи (табл. 1.3) [83, с. 12-13].

Таблиця 1.3

Чинники зовнішнього середовища, які формують необхідність реструктуризації промислового підприємства

Групи чинників зовнішнього середовища	Чинники, що входять до групи
1. Чинники державного регулювання	зміна цілей і пріоритетів економічного розвитку
	зміна принципів управління державною і муніципальною власністю
	зміни в зовнішньоекономічному і валютному законодавстві
	зміна в антимонопольному законодавстві
	зміни в податковому законодавстві
2. Чинники конкурентного середовища	зниження або підвищення платоспроможного попиту на продукцію
	поліпшення або погіршення стану галузі підприємства
	зростання або зниження кількості конкурентів
	посилення або послаблення позицій конкурентів

Продовження табл. 1.3

3. Географічні чинники	зміна географічного розташування джерел сировини і матеріалів
	зміна географічного розташування постачальників
	зміна географічного розташування конкурентів
	зміна географічного розташування споживачів
4. Науково-технічні, інформаційні чинники	поява нових досягнень в галузі науки, в технологічній базі
	нові досягнення в області інформаційних технологій

Джерело: Систематизовано автором за даними [83]

При негативному впливі зазначених у таблиці чинників, рівень стратегічної стійкості підприємства знизиться. В умовах нестабільності зовнішнього середовища необхідно підтримувати стійкість підприємства. Тому реструктуризація необхідна стратегічно стійким підприємствам за для попередження кризи та для утримання власних позицій на базовому ринку.

Отже, за допомогою узагальнення теоретичних засад стосовно розуміння сутності категорії «реструктуризація підприємства» нами уточнено зміст цього терміну. Процесу реструктуризації можна надати комплексний характер, ідентифікуючи чинники, аналіз яких дозволяє оцінити доцільність проведення перетворень на сучасних промислових підприємствах.

Процеси реструктуризації під час кризи отримують нові значення. В сучасних умовах кризового стану економіки більшість галузей (будівництво, машинобудування) використовують стратегію виживання, не диверсифікації. Заходи щодо злиття і поглинання від великих корпорацій поступово перейдуть до сегментів малого і середнього бізнесу. Тому в умовах економічної нестабільності та кризових явищ необхідно застосовувати реструктуризацію для довгострокового успіху та підвищення конкурентоспроможності підприємства на ринку.

Рішення про реструктуризацію керівництвом підприємства, на жаль, приймаються запізно, коли стан господарства почав різко погіршуватись: зниження фінансових показників діяльності, зростання дебіторської і

кредиторської заборгованостей, брак оборотних коштів тощо. Якщо підприємство стабільно розвивається, воно також може здійснювати процес реструктуризації. Такий захід проводиться з метою укріплення підприємством існуючих позицій на ринку, підвищити конкурентоспроможність та ринкову вартість [84]. У закордонній практиці реструктуризація проводиться з метою виживання збанкрутілих підприємств, перерозподіляючи власність конкурентам у своїй галузі, шляхом угод злиття і поглинання. Підприємства зарубіжних країн здійснюють такі кроки з метою оздоровлення економіки, дотримуючись антимонопольного законодавства і підприємницької етики [85].

Світовий досвід дослідження економічного розвитку функціонування підприємств показує, що спостерігається укрупнення та процес адаптації виробництва. В умовах розвитку інтеграційних процесів з'являються нові форми об'єднання підприємств, які ґрунтуються на різних способах щодо розподілу технологічних операцій і процесів, функцій управління і контролю. На основі застосування неінституційної теорії до дослідження нових форм організації бізнесу за думкою Є.А. Азроянца, Б.А. Єрзньяна можна виділити наступні сучасні форми: мережеві організації, віртуальні підприємства, франчайзинг, аутсорсинг [86, с. 25-28]. У сучасному бізнесі з'явилися елементи «спонтанності», які характерні для ринкової форми організації. При цьому Б. Будзан розглядає елементи «спонтанності» як ієрархію, що є «новим способом організації, що не є ні ринковим, ні ієрархічним» [87, с. 47-49]. Високий рівень динамічності зовнішнього середовища, еволюція потреб покупців, загострення конкурентної боротьби і стрімкий розвиток інформаційних технологій вимагають від сучасних підприємств перегляду традиційних форм організації бізнесу [88].

Основними причинами укрупнення підприємств можуть бути: зменшення відтоку ресурсів, зокрема, грошових; збільшення припливу ресурсів; нейтральні, у відношенні до ресурсів, мотиви.

Нами узагальнено класифікацію таких мотивів (рис. 1.4.).

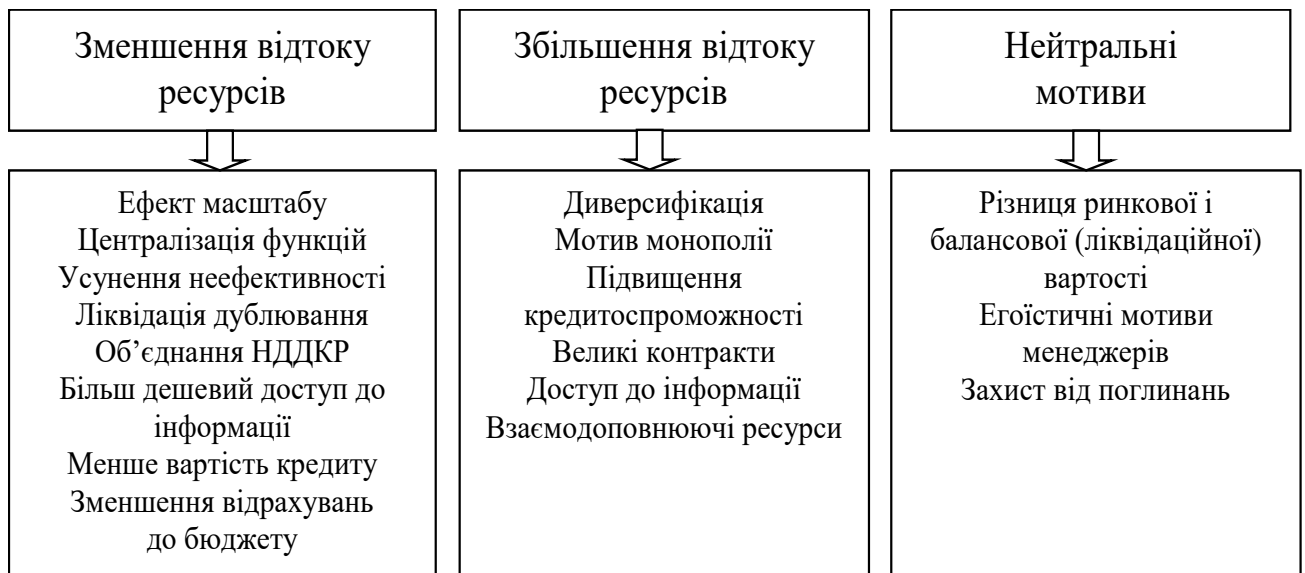


Рис. 1.4. Структура основних мотивів укрупнення підприємств

Джерело: Побудовано за даними [86, 87]

В кризових умовах підприємства великого масштабу не мають можливості швидкого пристосування до мінливих змін ринку, тому вони скорочують обсяги виробництва шляхом реструктуризації. З часом прийняті управлінські рішення не дають очікуваної фінансової віддачі від виробничих активів (дочірні виробничі та збутові структури). Тому на підприємстві постає питання щодо необхідності збереження «відстаючих активів». Часто перед менеджментом підприємства з'являється питання збереження тих активів, які не пов'язані з його основною діяльністю. Вирішити цю проблему можна шляхом реорганізації господарства шляхом виділення (із збереженням юридичної особи – власника бренду) або розподілу (з попереднім переведенням прав на торговельну марку на підконтрольну компанію). Розподіл проводиться методом створення дочірніх підприємств, мережі малих підприємств-сателітів, що здійснюють допоміжні функції [89].

Одним із методів реструктуризації є розподіл майна і ризиків між різними юридичними особами. Це означає, що компанії-власники майна не мають права вести виробничу діяльність, а компанії-трейдери володіти майном. Цей метод реструктуризації має певні обмеження. Факторами, які перешкоджають її здійснити, є кількість працівників, податкові надходження

від підприємства до місцевого бюджету, форма власності (ступінь концентрації, частка участі державних і муніципальних органів), структура майна (можливість розподілу майнового комплексу на частини без істотних витрат) тощо.

Таким чином, як у разі укрупнення підприємства, так і у разі розукрупнення часто створюються інтегровані структури, класифікувати які можливо по зміні складу юридичних осіб, за ступенем втрати самостійності ведення господарської діяльності в структурі і залежно від юридичного статусу. В процесі створення таких об'єднань як асоціації і союзи, картелі, консорціуми, синдикати, холдинги, концерни, трести і фінансово-промислові групи склад юридичних осіб зберігається [86]. При реорганізації промислових підприємств методом злиття і приєднання, на відміну від інтеграції, зменшується кількість юридичних осіб [90, с. 118-119].

Якщо на підприємстві проводиться реорганізація (злиття або поглинання), створюються синдикати, холдинги, фінансово-промислові групи, концерни, трести, то втрачається право щодо самостійного ведення господарської діяльності. В той час як при об'єднання юридично та господарсько самостійних компаній незалежність у проведенні своєї діяльності залишається. Здійснюючи такі розмежування, змінюється ступінь взаємозв'язків та майновий контроль над учасниками об'єднань.

Залежно від юридичного статусу холдинги, консорціуми, картелі, фінансово-промислові групи, концерни і трести не пов'язані з утворенням юридичної особи, а промислові синдикати, асоціації (союзи) і об'єднання у формі реорганізації (злиття або поглинання) відносяться до об'єднань, що мають статус юридичної особи [91, с. 18].

Вплив на функціонування підприємства здійснюють фактори зовнішнього та внутрішнього середовища, з якими воно пов'язане в єдину цілу систему. Підприємство не може здійснювати господарську діяльність автономно від існування середовища, бо його стійкість залежить від стану внутрішніх чинників. Швидкі зміни стану макросередовища, на відміну від

змін у мікросередовищі, мають домінуючий вплив на динаміку фінансово-економічних показників підприємства.

На умови господарювання підприємств безперервно здійснюють вплив фактори зовнішнього середовища. Головною особливістю ринкової економіки, як відмічають науковці, є циклічні коливання господарських процесів. За переконаннями К.Р. Макконнелла, С.Л. Брю «Цикл включає періоди експансії, що виникають приблизно одночасно для різних видів економічної активності, які потім змінюються загальними періодами рецесії, уповільненого зростання і економічних поживлень, що формують фазу експансії наступного циклу; послідовність змін повторюється, але не є періодичною; тривалість економічних циклів коливається від більш, ніж одного до десяти або дванадцять років» [92, с. 724-725]. Отже, економічним циклам характерна повторюваність коливань економічних показників та узгодженість між ними.

Одним з перших вказав на нелінійність господарського розвитку М.Д. Кондрат'єв. Використовуючи статистичну звітність науковець дослідив циклічний і нелінійний характер економічного розвитку у довгостроковому і середньостроковому періодах. Він встановив якісні зміни в системі при переході із одного циклу до іншого. Результати дослідження М. Кондрат'єва здійснили революційні кроки у розвитку економіки. В сучасній економічній науці ряд дослідників і особливо структурно Г. Хаберлер виокремлюють чотири фази циклічної флуктуації. Фаза підйому характеризується наявністю зростання обсягу ВВП країни або національного доходу, також зменшується показник інфляції та безробіття в національній економіці, відбувається ріст обсягів капітальних інвестицій. На фазі підйому відбувається економічний ривок, який супроводжується збільшення виробничих потужностей і формуванням надлишку і ряді сегментів і галузей національної економіки (перевиробництво). Ціни, ставка відсотку за кредитами, оплата праці в промисловості максимально високі. Ця фаза змінюється фазою падіння (спад) в національній економіці. Відбувається спад обсягів виробництва і ряду

макропоказників в тому числі і соціально-економічного спрямування. Далі депресія, як фаза оновлення і переосмислення, на якій падіння не різке а повзуче, інвестицій майже нема, зависокі рівні інфляції і безробіття всіх видів. Остання фаза поживлення, де відбувається поява показників зростання і динаміки національної економіки [93].

Розглядаючи підприємство як мікроекономічну систему, основною причиною кризових явищ можна назвати не лише циклічний розвиток ринкової економіки, але і циклічний розвиток самих підприємств. Кризові прояви виступають лакмусовим папірцем, який свідчить про розузгодження стратегії певного промислового підприємства і його макросередовища. Циклічний характер розвитку підприємства свідчить завжди про перехід від однієї фази циклу до іншої, і при цьому підприємство може як набувати так і втрачати окремі комерційні і виробничі властивості. На мікроекономічному рівні, процес циклічності може бути виражений моделлю життєвого циклу, що і стає методичним базисом стабільності і нестабільності [94, с. 13-14].

Заздалегідь обумовлена криза спричинена нелінійним і циклічним розвитком соціально-економічних процесів. За таких умов в господарській діяльності промислових підприємств завжди будуть присутні фази підйому і спаду. Тому виникає необхідність попереднього аналізу цих періодів з метою уникнення кризових ситуацій та своєчасного проведення реструктуризації підприємств. Нами складено концептуальну модель процесу реструктуризації підприємства (рис. 1.5.).

Здійснюючи реструктуризацію, можна оптимізувати оподаткування, скоротити до мінімуму господарські ризики, покращити управлінську систему підприємства, створити збалансовану структуру власності. При наявності на вітчизняному ринку резервів для покращення технологій виробництва, використання нових технічних ресурсів і провідних технологій менеджменту підприємства направлених на зростання рівня продуктивності праці, то процес проведення реформування матиме високі показники результативності.

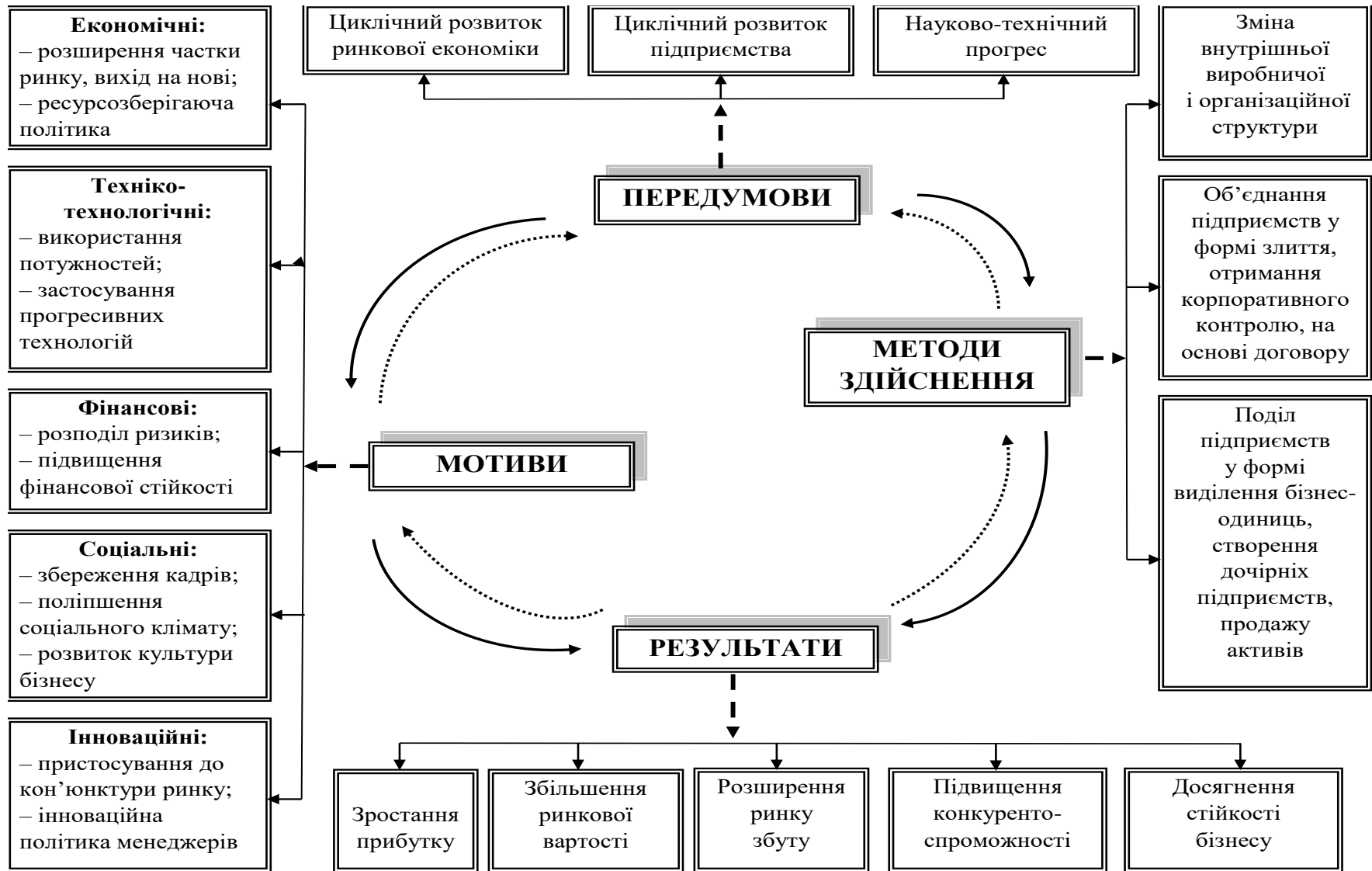


Рис. 1.5. Концептуальна модель здійснення реструктуризації промислового підприємства

Джерело: Авторська розробка

За даними консалтингової компанії «McKinsey» [95] існує стійка тенденція зростання вартості об'єднаних підприємств, середній рівень зростання вартості складав 3,4 %, нині цей показник виріс до 6,1 %.

Отже, за підсумками реструктуризації рівень ефективності виробничо-комерційної діяльності підприємства може зрости приблизно до 45-55% через адаптаційні заходи до умов зовнішнього середовища [96, с. 47-48].

Ефективний розвиток і функціонування економічних суб'єктів можуть відбуватися лише у разі їх стійкості. Стійкість підприємства як системи - це здатність зберігати себе, існувати. Підприємства не можуть постійно знаходитися в стані статичної стійкості. Ефективна діяльність в умовах турбулентного середовища вимагає проведення обліку і часово-просторового узгодження стабільно виникаючих дисбалансів. Це забезпечується структурними, функціональними та інформаційними змінами [97, с. 45]. Процесом реструктуризації називають сукупність змін, які допомагають досягти якісні та кількісні цілі. У загальному випадку під стійкістю підприємства слід розуміти конкретний результат синтезу внутрішнього і зовнішнього середовища, що пов'язується із вродженою здатністю системи тримати постійний рівень співвідношень між критичними параметрами. Фінансово-економічна стійкість є похідною або фрагментом організаційної стійкості і є такий організаційний стан системи, коли в процесі взаємодії її об'єктів із зовнішнім середовищем зберігається здатність отримання економічної ефективності [98, 9].

При цьому, дискретна сутність стійкості економічних систем дозволяє виділити їх поточну і стратегічну (потенційну) стійкість. У випадку, якщо поточний рівень стійкості зберігає та розвиває корисний ефект в короткострокових термінах при реальному організаційному і ресурсному потенціалі підприємства, то під стратегічною стійкістю можна вважати потенційну спроможність збереження, або відновлення корисного ефекту протягом запланованого тимчасового інтервалу (наприклад, періоду реструктуризації) [100, с. 24-33; 101].

В умовах зміни макросередовища, можливість підприємства утримувати конкурентні позиції на сегментованому товарному ринку, підтримувати платоспроможність, рентабельність, ліквідність називають стратегічною стійкістю підприємства [102]. Сучасні вимоги до використання у виробництві науково-технічних розробок і зміни технології виробництва, враховуючи основні тенденції світового розвитку, направляють менеджмент підприємства на збільшення своєї ринкової вартості, провести покращення фінансових показників господарської діяльності. Саме ці складові і забезпечують формування стратегічної стійкості промислового підприємства.

1.3. Класифікаційні параметри реструктуризаційних заходів

Класифікація видів реструктуризації за певними ознаками відіграє в науковому дослідженні важливу роль. Так як за допомогою узагальнення та систематизації різноманітності видів перетворень дозволить спростити розуміння самого процесу реструктуризації підприємств.

В економічному словнику під редакцією Г.В. Осовської, О.О. Юшкевича, Й.С. Завадського подається таке визначення поняття «класифікація» - «розподіл, розподіл об'єктів, дефініцій, назв за класами, групами, розрядами, при якому в одну групу потрапляють об'єкти, що мають загальну ознаку». А ознака визначається як «характеристика предмета або явища, по яких його відрізняють від інших предметів і явищ» [103]. На нашу думку, в рамках дослідження, класифікацією слід вважати закономірний розподіл термінів на споріднені за спільною ознакою групи.

Класифікація видів реструктуризації розкриває зміст області, яка є об'єктом перетворення. В ході дослідження нами запропоновано класифікувати види реструктуризації підприємств.

Серед науковців існують різні погляди щодо розподілу на групи види реструктуризації підприємств. Кожен із дослідників пропонує свій варіант

класифікації, але при цьому немає єдиної загальноприйнятої думки. Тому, узагальнюючи досвід та надбання інших науковців, нами здійснено спробу узагальнити класифікацію видів реструктуризації підприємств.

У процесі реструктуризації змінюється форма власності підприємства та утворюються нові юридичні особи.

У теорії корпоративного менеджменту визначено п'ять форм реструктуризації підприємств: злиття, приєднання, розподіл, виділення і перетворення, це загальні напрямки і вони не уточнюють сутність самого процесу і результату. Реорганізація підприємства може проводитися за згодою основного акціонера/рів (власників) або за ініціативою кредиторів на підставі ухвали господарського суду [104].

Нині в економічній науці немає узагальненої класифікації видів реструктуризації. Так М. Білик виділяє серед процесів реорганізації злиття-об'єднання, приєднання, розподіл, виділення, перетворення, зміну організаційно-правових форм і форм власності [105, с. 96-97].

Такі вчені як І.О. Боярінова та В.В. Жихарцев переконані в існуванні трьох форм реформування підприємств:

– реструктуризація (реорганізація: виділення, приєднання, розподіл із створенням дочірніх і інших господарських товариств, створення центрів відповідальності або бізнес-одиниць, реорганізація системи управління, впровадження контролінгу);

– зміна форми власності (зміна складу акціонерів, створення СП, ФПГ, холдингів);

– зміна виробництва і збуту (збільшення масштабів випуску продукції, впровадження нових технологій, інновацій, модернізація виробництва, диверсифікація діяльності, збутова стратегія) [106, с. 20-21; 107, с. 459-460].

Економісти Е.І. Данілова та В.В. Передерій по відношенню до фінансово-економічного стану господарюючого суб'єкта і цілей перетворення виділяють природну (реструктуризацію нормально функціонуючих так званих благополучних підприємств), ділову

(реструктуризацію підприємств, поточне положення яких задовільне, проте прогнози його діяльності неблагополучні) і кризову реструктуризацію (реструктуризацію підприємств, що знаходяться в кризовому чи передкризовому стані) [95, с. 7-8].

Відомий дослідник-економіст О.І. Винокурова вважає, що підприємство з врахуванням дерева цілей та стратегії власного розвитку може використовувати два види реструктуризаційних змін: стратегічна і оперативна реструктуризація. Вчений стоїть на принципових позиціях того, що стратегічна реструктуризація кінцевою метою визначає ефективні структурні зміни, які виражаються у сталому зростанні ринкової вартості підприємства та підвищенні його зовнішньої інвестиційної привабливості. Крім цього, за підсумками такої реструктуризації, підприємство полегшує відносини з кредиторами щодо фінансування своєї діяльності.

Оперативний вид реструктуризації переслідує мету у короткостроковому горизонті стабілізувати або покращити фінансовий стан підприємства, або почати оновлюванні процедури в організаційній структурі управління. Оперативна реструктуризація дає ефект зниження рівня витрат у виробничій і управлінській сферах, виділяє прибуткові бізнес-процеси або формує передумови щодо виділення та подальшого продажу непрофільних або низько прибуткових активів. Цей вид реструктуризації оптимізує внутрішні джерела підприємства.

Обидва вказаних види реструктуризаційних змін векторизовані на наступні складові частини промислового підприємства: організаційна структура управління, політика управління персоналом, маркетингова діяльність, виробництво і операції, фінансова і облікова сфера, інвестиційна привабливість тощо [109, с. 72-73].

Ряд науковців: О.М. Вікнянська, Н.О. Роскрут [110], О.М. Гончарова [111], Н.К. Борисюк [112] пропонують класифікувати процеси реструктуризації на підприємствах за наступним рядом критеріїв:

1. Сфера застосування:

– реструктуризація виробнича, має на меті змінювання виробничої політики або виробничих процесів, з метою отримання виробничої синергії та реформаційної техніко-економічної ефективності;

– реструктуризація організаційно-управлінська переслідує мету змін організаційної моделі або концепції управління (менеджменту);

– реструктуризація правова переслідує мету оптимізувати структуру акціонерного капіталу або структуру корпоративної власності і легітимізації, в межах чинного законодавства застосовуваної моделі корпоративного контролю;

– реструктуризація майнова, може бути спрямована на переформатування елементів активу і пасиву конкретного підприємства.

2. Строк впливу на комерційний результат роботи підприємства:

– реструктуризація довгострокова, спрямована на оновлення організаційної, виробничої та управлінської сфери на підприємстві;

реструктуризація короткострокова, спрямована на фінансовий блок – підприємства і має покращити у короткі терміни фінансовий стан підприємства;

3. Напрямок і спосіб проведення реструктуризації:

– реструктуризація із зміною корпоративного масштабу, може відбуватися у вигляді корпоративного розширення за рахунок злиттів або поглинань, купівлі активів, лізингових угод і операцій, майнових приєднань. Також сюди включають: трансформації у вигляді корпоративних скорочень за рахунок виділень майнових часток, здача в оренду, ліквідацію/продаж непотрібного майна, утворення дочірніх структур, дарування майнових прав та його крайня консервація;

– реструктуризація через вплив на структуру власності і політику контролю відбувається за рахунок змін в організаційно-правовій формі роботи: приватизація, переформатування, продаж цільного майнового комплексу підприємства, ліквідація/банкрутство. Реструктуризація статутного капіталу підприємства за рахунок додаткової емісії акцій,

конвертації акцій, або стратегічна реструктуризація кредиторської заборгованості;

– реструктуризація направлена на переформатування внутрішньої структури управління підприємством, через оновлення та дебіюрократизацію діючої організаційної структури управління;

4. Розмір капіталовкладень.

– капіталомісткі;

– не капіталомісткі.

5. Фінансово-економічний стан підприємства.

– реструктуризація стабільно працюючого підприємства з метою конкурентоспроможного форсованого розвитку.

– реструктуризація неплатоспроможних промислових підприємств [113, с. 376-383].

У Додатку Б наведений спектр загальних класифікацій процесів реструктуризації для промислових підприємств. При побудові класифікаційної моделі реструктуризації підприємств за основу взято різномірні ознаки, які використовуються у господарській практиці описаної в роботах [114, 115, 116, 117, 118, 119, 120, 121, 122].

Тобто при зміні внутрішньої структури сама структура підприємства не змінюється, залишається та ж форма власності, масштаби підприємства. Шляхом зміни масштабів підприємства можна підвищити інвестиційну привабливість та ринкову вартість у довгостроковому періоді. Цей процес має стратегічний характер. Внаслідок зміни масштабів змінюється і внутрішня структура підприємства.

«Материнська компанія – дочірня компанія» - такий тип об'єднання, за якого корпоративний контроль залишається у тих же юридичних осіб. Стратегічне планування і контроль бере на себе материнська компанія. Поточне ведення господарської діяльності здійснює дочірня компанія. При цьому ця компанія залишається автономною, самостійною юридичною особою (холдинги, концерни і трести, ФПГ).

Науковці, які вивчали питання з теорії корпоративного управління і міжнародного менеджменту (А.О. Апатов [123], В.І. Голиков [124], Македон В.В., [125], В.В. Микитенко, О.М. Алімов [126], Г.В. Назарова [127], О.В. Носова [128]) класифікують реструктуризацію за фактором інтеграційної орієнтації. За цим фактором види розподілені на чотири групи інтеграції підприємств: горизонтальна, вертикальна, родова та конгломератна.

Перша група – горизонтальна інтеграція (злиття). Характеризується об'єднанням двох підприємств однієї сфери виробництва. При такому способі злиття виробництво зосереджене на споріднених підприємствах, а виробничі потужності розподіляються між ними. Горизонтальна інтеграція сприяє пом'якшенню конкуренції, підприємство економить на обсягах виробництва (рис. 1.6.).

Вид інтеграції	Характерні ознаки	Модель
Горизонтальна інтеграція	Об'єднання прямих конкурентів, що спеціалізуються на виробництві однотипної продукції та розміщують її на тих самих ринках	
– злиття, що розширює ринок:	Об'єднання підприємств, що працюють на різних ринках (P_1 та P_2), але виробляють однаковий продукт (Π_a)	
– злиття, що розширює асортимент:	Об'єднання різних підприємств, що виробляють пов'язані продукти (послуги) (Π_a та Π_b) і розміщують їх на одному й тому ж ринку (P_1)	

Рис. 1.6. Модель горизонтальної інтеграції промислових підприємств

Джерело: Побудовано за даними [129]

Ресурси виробництва переміщують в середині об'єднаних підприємств тим самим забезпечується повнота асортименту товарів на ринку.

Друга група – вертикальна інтеграція (злиття). На відміну від горизонтальної інтеграції, в процесі злиття виробництво продукції підприємств поєднується в єдиний технологічний ланцюг і одне підприємство стає лідером управління над іншим. На стадії виробництва до первинної вартості продукту приєднується додана вартість. На кінцевій стадії – готовий продукт потрапляє до кінцевого споживача. У науковій літературі отримали обґрунтування три види вертикальної інтеграції:

1. Вертикальна інтеграція назад характеризується тим, що одне підприємство бере на себе контроль над іншим підприємством, що займається обробкою сировини, яка потрібна для подальшого виробництва. В результаті контролю над таким підприємством промисловий продукт стає якіснішим, а його поставки стабільними. В результаті споживач отримує бажаний продукт за ціною, яка його задовольняє.

2. Вертикальна інтеграція вперед полягає в тому, що одне підприємство отримуючи контроль над підприємством-виробником продукції, яке за географічним положенням знаходиться близько до споживача.

3. Збалансовану вертикальну інтеграцію підприємство здійснює з метою отримання управління над підприємством, яке займається всім виробничим процесом (від видобутку до виводу продукту на ринок до кінцевого споживача) (рис. 1.7.).

Вертикальне злиття передбачає об'єднання ланок технологічного ланцюга, починаючи видобуванням сировини для виробництва і закінчуючи реалізацією продукції кінцевому споживачеві. Тим самим об'єднані таким чином підприємства забезпечують у своїй діяльності надійний доступ до джерел ресурсів, тісне співробітництво у постачанні сировини та матеріалів, стабільність збуту готового товару чи послуги. Підприємства віддають перевагу саме вертикальній інтеграції з метою досягнення високих економічних результатів в процесі своєї діяльності.

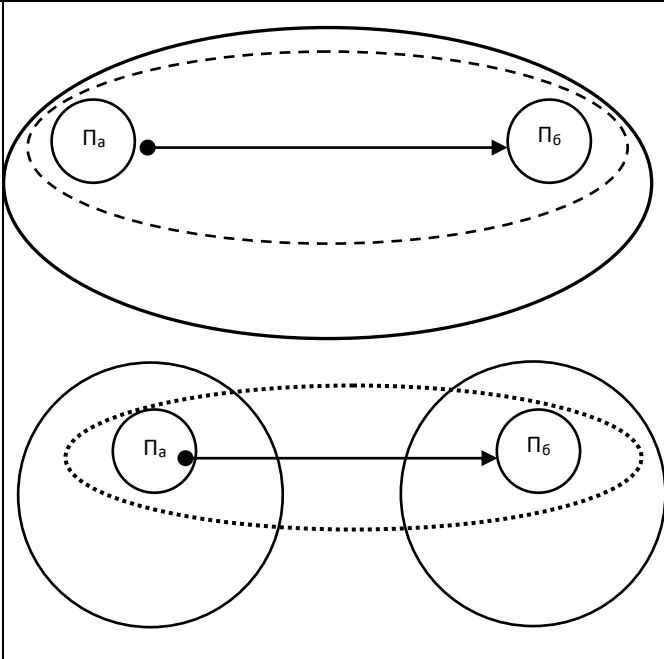
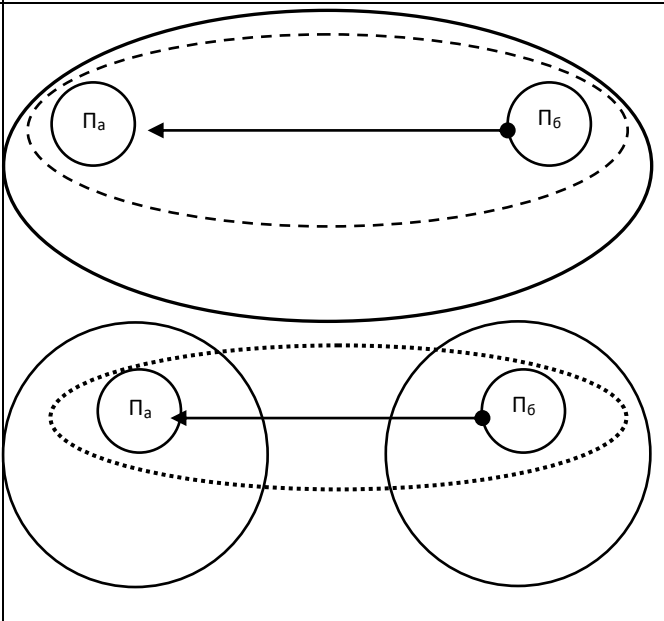
Вид інтеграції	Характерні ознаки	Модель
Вертикальна інтеграція	Об'єднання підприємств одного виробничого ланцюжка	
Злиття «вперед»	<p>Об'єднання постачальника і споживача створюється джерело стабільного попиту на продукцію (П_а) підприємства, що повністю ним контролюється:</p> <ul style="list-style-type: none"> – на одному ринку (Р₁); – на різних ринках (Р₁ та Р₂). 	
Злиття «назад»	<p>Створюється стабільне і дешеве джерело сировини для виробництва продукції (П_б) даного підприємства, що повністю нею контролюється:</p> <ul style="list-style-type: none"> – на одному ринку (Р₁); – на різних ринках (Р₁ та Р₂). 	

Рис. 1.7. Модель вертикальної інтеграції промислових підприємств

Джерело: Побудовано за даними [129]

Третя група – родові злиття полягає в об'єднанні пов'язаних підприємств «за природою речей або за дією». Злиття підприємств відбувається не за принципом виробництва однакового продукту чи стабільності відносин виробник-постачальник. Прикладом родового злиття

може бути підприємство, що виготовляє фотоапарати, поєднується з фірмою, що робить фотоплівку або реактиви для фотографування.

Четверта група – конгломеративне злиття. Під конгломеративним злиттям розуміємо злиття різногалузевих з різною технологією виробництва підприємств. Тобто диверсифікація діяльності з метою зменшення ринкових коливань кон'юнктури, проникнення на нові ринки. Саме по собі поняття «конгломерат» означає позагалузеву, багатопрофільну структуру, засновану на об'єднанні автономних, структур (підприємств), що несуть господарську відповідальність за результати своєї діяльності (рис. 1.8.).

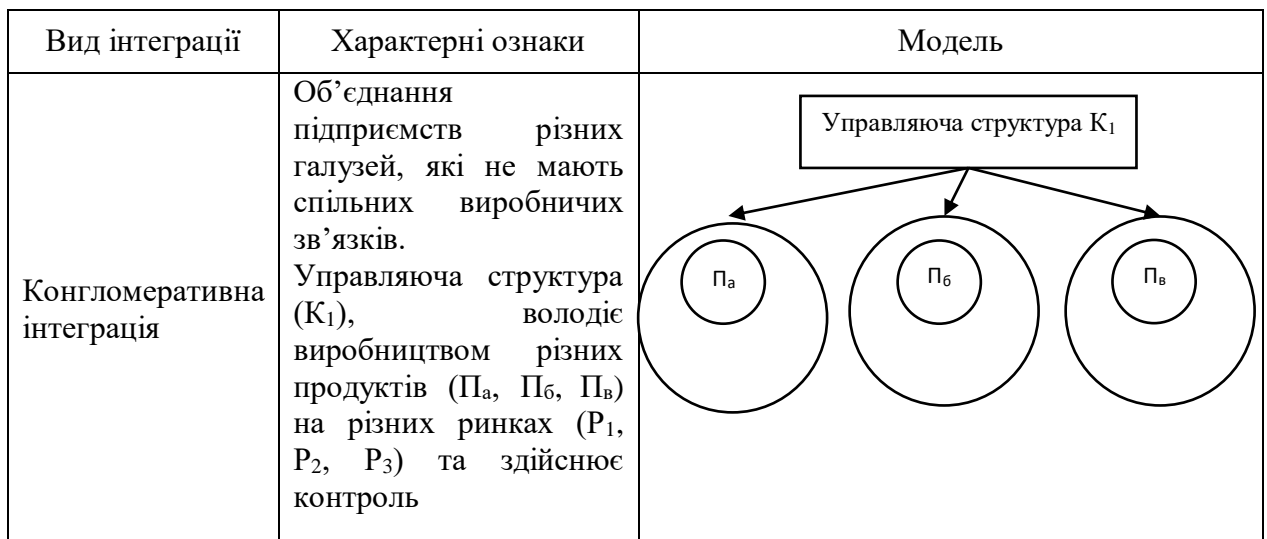


Рис. 1.8. Модель конгломеративної інтеграції промислових підприємств

Джерело: Побудовано за даними [74]

Ця форма об'єднання не стійка через перерозподіл управлінських функцій, які пов'язані із складністю і недостатньою гнучкістю вертикальної інтеграції. В умовах кризи така форма злиття може стати причиною розпаду підприємства.

П'ята група – реструктуризаційне стиснення. В процесі дослідження нами виявлено економічні інструменти, за допомогою яких підприємство може стискатись. Виділено три основні види техніки корпоративного стискання, серед всіх існуючих:

1) продажі і виділення. У господарській діяльності підприємств продажем називають укладення угоди між керівниками підприємств, за

умовами якої право власності на частину чи частини підприємства переходить окремим юридичним одиницям.

Самі ж продажі також поділяються на три типи:

1) відбрунькування – передача частини своїх активів і зобов'язань від материнської компанії до новоствореного підприємства. Нова організація стає підрозділом головної компанії. Акціонери головної компанії отримують акції «нової структури» на пропорційній основі. Отже, відбрунькуванням називають створення дочірнього підприємства з власними активами, управлінням та отриманням права володіти частиною свого майна. Варіантами відбрунькування є відщеплення і розщеплення.

У процесі відщеплення частина акціонерів головної компанії має право обміну акціями батьківського підприємства, що залишились, на додаткові акції новоствореного підрозділу. В результаті вони вважаються повністю відщепленими від головної компанії [74].

Відмінність розщеплення від відбрунькування полягає в тому, що батьківське підприємство ділиться на нові структури, в результаті чого головне підприємство перестає існувати. Всі інші процеси розщеплення тотожні процесу відбрунькування. В результаті утворюються нові невеликі за обсягом підприємства.

2) виділення. Корпорація не втрачає контроль в процесі цього корпоративного стискання і приносить потоки грошових коштів підприємства-ініціаторові. При виділенні відбувається первинне розміщення пакету звичайних акцій (IPO – initial public offering), який контролюється новоствореною структурою від головної компанії. У зв'язку з цим, виділення ототожнюють з відбрунькуванням за допомогою проведення первинної публічної пропозиції звичайних акцій.

3) дивестиція – це договір продажу сегменту підприємства третій особі укладений за ініціативою керівництва батьківського підприємства. Роль сегменту підприємства відіграють підрозділи, виробничі лінії або інші матеріальні активи. Їх головна компанія продає третій особі за грошові

кошти, цінні папери чи їх комбінацію. На відміну від безготівкової передачі активів під час продажу, дивестиція передбачає повноцінний продаж активів підприємства.

У залежності від напрямку розподілу підприємств доцільно виділити наступні основні види реструктуризаційного розподілу:

- юридичний розподіл (передача прав і обов'язків одного або декількох юридичних осіб більшому числу суб'єктів господарського права);
- предметний розподіл виробництва (диверсифікація);
- територіальний розподіл (розосередження);
- управлінський розподіл, включаючи децентралізацію і перерозподіл відповідальності і повноважень.

З точки зору зміни масштабів підприємства процеси реструктуризації автор пропонує поділити на жорсткі, помірні і м'які. Класифікаційна модель реструктуризації із зміною масштабів підприємства наведена на рис. 1.9. Так «жорстка» реструктуризація має на меті процес об'єднання або розподілу ряду бізнес-процесів підприємств-учасників, при протіканні якого завжди відбувається зміна основного складу юридичних осіб. «Помірна» реструктуризація має на меті об'єднання або розподіл, які відбуваються за рахунок використання угод придбання корпоративних прав.

Під цим механізмом розуміється право призначати керівників, а в широкому розумінні – можливість власників (акціонерів) ухвалювати рішення стосовно корпоративної власності і здійснювати контрольні функції [48, с. 42].

«М'який» вид реструктуризації передбачає об'єднання без організаційно-правових змін. Сам процес об'єднання чи розподілу підприємств здійснюється на контрактній основі з метою реалізації стратегічних цілей. При цьому управління і контроль зосереджуються в управляючій структурі компанії, а на дочірні частини передаються обмежені права управління і прийняття управлінських рішень.

Види реструктуризації	Класифікаційна ознака					
	Форма реструктуризації	Механізм здійснення	Зміна складу юридичних осіб	Втрата/отримання самостійності	Результат	Витрати на реструктуризацію
Жорстка	Повне об'єднання			+	Відокремлене підприємство	Максимальні
	Повний розподіл			+		
Помірна	Отримання корпоративного контролю		-	+	Синдикати, холдинги, концерни, трести, ФПГ	Середні
	Створення дочірніх підприємств		-	+		
М'яка	Об'єднання без організаційно-правових змін		-	-	Асоціації та союзи, картелі, консорціуми	Мінімальні
	Виділення без утворення юридичної особи		-	-		

Рис. 1.9. Види реструктуризації промислових підприємств відповідно до класифікаційних ознак

Джерело: Побудовано за даними [74, 129, 130, 131]

З метою уточнення показників ефективності процесів реструктуризації в подальшому дослідженні нами буде використана вищенаведена класифікаційна модель зміни масштабів промислових підприємств.

В умовах фінансової кризи найбільш актуальними при проведенні реструктуризації підприємств є стратегії фінансового оздоровлення, фінансового оздоровлення реорганізації, антиборгова, стратегія захисту, диверсифікованого зростання, інтегрованого зростання, концентрованого зростання і нарощування потенціалу [132, с. 151].

Процес реструктуризації підприємства деякі науковці досліджують як один із методів виходу з кризи або її запобігання. Розгляду цього питання присвячені праці багатьох вчених-економістів [84, 133, 134, 135, 136, 137, 138, 139]. Вітчизняні підприємства часто використовують цей напрям реструктуризації для виведення підприємства з кризового стану. Але реструктуризацію бажано і потрібно використовувати і стійким підприємствам з метою укріплення своїх позицій на ринку, підвищення конкурентоспроможності, збільшення своєї ринкової вартості тощо.

Для багатьох зарубіжних підприємств реструктуризація вже стала природним процесом, без якого неможливо утриматися на ринку. Питання щодо реструктуризаційних проектів постає тоді, коли промислове підприємство стикається з фактом падіння рівня ефективності господарської діяльності, трансформації кола економічних контрагентів, зміни технологічного укладу та зростання рівня галузевої конкуренції [140, с. 17].

Такі науковці, як: О.В. Мороз, Н.П. Карачина, Т.М. Халімон зазначають, що поняття «Циклічності реструктуризації» і вважає, що вона повинна проводитися на підприємстві з певною періодичністю [141].

На основі вивчення вітчизняного і зарубіжного досвіду перетворення підприємств нами сформовано причини, за якими необхідно проводити реструктуризацію:

– підвищення конкурентоспроможності підприємства та збільшення його ринкової вартості;

– підтримка статусу конкурентного підприємства і метод для запобігання кризи;

– спосіб виведення підприємства із кризового стану і покращення фінансово-економічного стану.

Залежно від причин ініціації реструктуризація може бути здійснена в межах одного з трьох напрямів.

1. Реструктуризація нормально функціонуючих, благополучних підприємств - ініціюється унаслідок необхідності нарощування конкурентних переваг підприємства. Грузинський дослідник М.Ю. Маїсурадзе таке реструктурування визначає як природне [142].

2. Превентивна реструктуризація – використовується з метою недопущення кризи на підприємстві, або у випадку задовільного фінансово-економічного стану підприємства. Завданнями реструктуризації в такому разі є: збереження обсягів і структури та максимальне зростання ринкової вартості підприємства. Цей напрям реструктуризації описаний і методично розібраний рядом авторів таких як: В.Ф. Гамалій, О.М. Кошик, Н.І. Легінькова [143], К.М. Леміш [144, 145], В.О. Лук'янихін, Л.Н. Таранюк [146], Р.В. Міхель [147].

3. Кризова реструктуризація – спрямована на покращення фінансово-економічного стану підприємства і переведення його у категорію стабільно діючих і фінансово незалежних підприємств.

Розглянемо види реструктуризації підприємств, обґрунтовані і детально описані різними вченими-економістами для того, що б згодом співвіднести їх з виділеними напрямками . (див. Додаток А).

Перетворення в стратегії, виробничих процесах, структурі і культурі підприємства можуть здійснюватися поступово або ж радикальними способами. Відповідно до цих наукових положень М. Д. Аїстова виділяє еволюційну і революційну модель реструктуризації [22].

Використання революційної моделі дозволяє перепроєктувати підприємство і його виробничо-господарську діяльність. Кардинальні зміни

функціонування – залучити учасників змін із своїми переконаннями. Революційна модель перетворень, на нашу думку, часто використовується підприємствами з метою виходу з кризового стану і запобіжній реструктуризації. Господарство, перебуваючи в кризовому стані, має обмаль часу для процесу змін у своїй діяльності.

За нашими переконаннями, модель розвитку використовують для реструктуризації фінансово і економічно стійкі підприємства. На основі цих переконань, нами виділено згаданий напрям реструктуризації як еволюційний. Процес довгострокового, ретельно спланованого всеосяжного перетворення і розвитку підприємства та його трудових ресурсів передбачає еволюційна модель. Згідно поглядів Л.М. Ганущак-Єфіменко [148] та М. Рое [149] в процесі еволюційної реструктуризації змінюються погляди на спосіб господарювання, моделі поведінки працівників підприємства і взагалі саме підприємство. При використанні еволюційної моделі співробітники підприємства мають змогу навчатись новому прямо на робочому місці від більш досвідчених колег, без відриву від виробництва. Зміни на підприємстві необхідно вводити самі працівники.

Еволюційна модель перетворення перекликається з японською концепцією «кайзен», що припускає поліпшення в усіх аспектах діяльності підприємства, при цьому ніщо не повинне залишатися статичним, статус-кво відсутній. Усе повинно піддаватися постійному перегляду і поступовій модернізації [150]. Повною протилежністю еволюційної моделі є революційна модель перетворень.

Дослідження літературних джерел показало, що процес реструктуризації підприємств проводиться за двома видами: оперативним і тактичним, які розглядаються у наукових працях О.І. Буравльова, Г.І. Горчиці, В.Ю. Саламатова, І.О. Степановської [151], І.С. Гостевої [152], С.І. Гусакова [96], С.І. Домбровської і Т.Г. Сиволапа [153]. Поділ реструктуризації за оперативним і стратегічним видами нами запропоновано назвати цю класифікаційну ознаку «цільова орієнтація перетворення».

Щоб вирішити виробничі, фінансові та інші проблеми, пов'язані із господарською діяльністю підприємства, використовують оперативну реструктуризацію. За її допомогою змінюються матеріальні активи і боргові зобов'язання підприємства, створюються передумови для здійснення стратегічної реструктуризації.

Досягти стійких позитивних змін у функціонуванні підприємства можливо завдяки стратегічній реструктуризації. В результаті цього виду перетворення збільшується потік чистої поточної вартості майбутніх прибутків, зростає конкурентоспроможність в довгостроковому періоді, збільшується ринкова вартість власного капіталу, змінюються позиції підприємства на ринку.

Певний науковий інтерес викликають види реструктуризації, запропоновані Г.А. Дорофєєвою. Так нею запропоновано відповідно до ознак «вид трансформації організаційної структури» виділити зовнішню і внутрішню реструктуризацію підприємства [154, 155]. Запропонований вид трансформації зачіпає велику кількість перетворень в організаційній структурі підприємства, тому він, на нашу думку, важливий для формування теорії і методики реструктуризації.

В процесі внутрішньої реструктуризації різні види перетворень відбуваються всередині підприємства, не змінюючи його юридичного статусу. При цьому змінюються складові елементи організаційної структури підприємства та взаємозв'язки між ними.

На думку науковця Г.В. Єфімової, зовнішня реструктуризація – це зміна юридичного статусу підприємства, його підрозділів. До зовнішньої реструктуризації цими науковцями віднесені наступні перетворення: злиття, приєднання, розподіл, виділення і ліквідація [156].

Об'єднання двох чи більше підприємств в одне, в результаті утворення нової юридичної особи, для вирішення певних завдань називають злиттям підприємств. Метою злиття юридичних осіб є спільний вихід з кризи,

підвищення ліквідності підприємства, мобілізація фінансових ресурсів, створення єдиного технологічного ланцюжка.

Злиття підприємств відбувається за умови приєднання однієї юридичної особи до іншої. Об'єднання підприємств відбувається у формі асоціацій, союзів, концернів, фінансово-промислових груп, укладаючи договір про співпрацю. Якщо відбувається роз'єднання однієї юридичної особи на декілька підприємств, то цей процес називають розподілом. За неспроможності підприємства керувати громіздким процесом виробництва, воно не має тісних взаємозв'язків співпраці між підрозділами, структура підприємства територіально роз'єднана, тоді й відбувається поділ великого господарства на менші за розміром організаційні структури [157].

Якщо із одного підприємства утворюється декілька нових структур, при чому головне господарство продовжує своє існування, то говорять про процес виділення. Процедура виділення проводиться навіть тоді, коли підприємство конкурентоспроможне та має перспективи у виробництві продукції. Відокремлені структури не приймають участі в основному виробництві.

Підприємства проводять процедуру реструктуризації, використовуючи метод ліквідації збиткових та безперспективних ланок виробництва.

Наблизити підприємство до умов конкурентного ринкового середовища можливо за рахунок здійснення зовнішньої реструктуризації.

З вищевикладеного можемо зробити такий висновок, що до збільшення масштабів підприємства призводить реструктуризація методом злиття і приєднання, а до зменшення – виділення і часткова ліквідація. Отже, у нашому дослідженні можна використати класифікаційну ознаку, запропоновану вченим-економістом Міценко Н.Г. [158].

На думку колективу авторів С.М. Анісімова, А.О. Колобова, І.М. Омельченко можливим є класифікувати реструктуризацію підприємства за інтересами, що зачіпають, при її проведенні, оскільки в ній представлені

суб'єкти, чий інтереси прямо або побічно впливають на рішення про проведення реструктуризації підприємства і на її здійснення [159, с. 19].

Відносно ініціатора реструктуризації підприємства основними суб'єктами можуть бути [160, 161]:

– власники (акціонери, інвестори), які приймають рішення про перетворення підприємства, що відображає інтереси вищих керівних органів. Виконавчі органи суб'єкта господарювання виконують поточну роботу. У випадку невідповідності реструктуризації інтересам власників, вони мають право змінити керівництво виконавчих органів;

– як вищий орган управління держава надає підтримку або створює сприятливі умови підприємствам, що здійснюють реструктуризацію;

– інтереси працівників підприємства іноді не співпадають з метою проведення реструктуризації. Тому, здійснюючи перетворення, керівництво підприємства має враховувати інтереси трудового колективу, так як держава визнає соціальну, а у ряді випадків і політичну значущість цих інтересів;

– повноваження по керівництву поточною діяльністю підприємства належать колективу менеджерів, які мають юридичне право блокувати реструктуризацію, якщо власники дотримуються розбіжності у своїх поглядах на управління господарством.

Такі дослідники як А.Л. Свечкіна, Г.В. Коршуневська пропонують поділ реструктуризації на добровільну і примусову [162, с. 82]. Схожі види реструктуризації підприємства розглядає і Л.С. Тараєвська [163]. Керівництво підприємства проводить добровільну реструктуризацію, а примусова здійснюється державою чи кредиторами.

Примусова реструктуризація здійснюється за ініціативою держави – націоналізація. З метою вибору методу реструктуризації підприємства відповідно його економічного стану: благополучне, очікуване виникнення кризи або кризове нами встановлено взаємозв'язки між причинами ініціації, напрямками і видами перетворень на підприємстві (табл. 1.4).

**Взаємозв'язок між причинами ініціації, напрямками і видами
реструктуризації промислового підприємства**

Класифікаційна ознака	Причини ініціації реструктуризації		
	Збільшення ринкової вартості підприємства і посилення конкурентних переваг	Необхідність запобігання кризі і підтримка конкурентного статусу	Необхідність виведення підприємства з кризи
	Напрямок реструктуризації		
	еволюційний	превентивний	кризовий
	Вид реструктуризації (яка)		
1. Цільова орієнтація перетворення	- стратегічна	- оперативна; - стратегічна	- оперативна
2. Модель перетворення	- еволюційна	- революційна	- революційна
3. Вид трансформації організаційної структури	- внутрішня; - зовнішня	- внутрішня; - зовнішня	- внутрішня; - зовнішня
4. Зміна масштабів підприємства	- із збільшенням масштабів; - із зменшенням масштабів	- із збільшенням масштабів; - із зменшенням масштабів	- із збільшенням масштабів; - із зменшенням масштабів
5. Суб'єкти ініціації перетворень	- добровільна	- добровільна	- добровільна; - примусова
6. Об'єкт перетворення	- виробнича; - маркетингова; - фінансова; - кадрова; - системи управління	- виробнича; - маркетингова; - фінансова; - кадрова; - система управління	- виробнича; - маркетингова; - фінансова; - кадрова; - системи управління
7. Масштаби перетворення	- часткова; - комплексна	- часткова; - комплексна	- часткова
8. Термін перетворення	- середньострокова; - довгострокова	- короткострокова; - середньострокова	- короткострокова; - середньострокова
9. Джерела фінансування	- за рахунок власних джерел; - за рахунок залучених джерел; - за рахунок комбінованих джерел	- за рахунок власних джерел; - за рахунок залучених джерел; - за рахунок комбінованих джерел	- за рахунок залучених джерел; - за рахунок комбінованих джерел

Джерело: Систематизовано автором

Залежно від ініціатора обирається один із напрямів проведення реструктуризації. Обравши напрям, підприємство має змогу реалізувати плани своєї подальшої діяльності. Залежно від об'єкту перетворень виділяють іншу групу видів реструктуризації. Сфери функціонування і система управління суб'єктом господарювання розглядаються як об'єкти модифікації діяльності.

Так відомий український вчений А.С. Поважний виділяє наступні види реструктуризації в ознаці «об'єкт перетворення» виділено виробничу реструктуризацію, направлену на технологію виробництва і кінцевий результат (продукт); ринкову направлену на сферу збуту та матеріального постачання на підприємство; соціальну, направлену на кадровий склад; фінансову, направлену на оптимізацію формування та руху грошових потоків; екологічну, спрямовану на «повагу» до довкілля та внутрішньосистемну, спрямовану на менеджмент підприємства [164].

Такої ж думки дотримуються О.М. Риженков [165], О.Л. Рудковська [166], А.Е. Воронкова та А.В. Козаченко [167]. Узагальнюючи набутий досвід, нами запропонований наступні види реструктуризації за ознакою «об'єкт перетворення» (табл. 1.5).

За переконаннями С. Сkochиляса, серед сукупності всіх видів реструктуризації слід виділяти комплексну і часткову [168, с. 301]. В той же час З.С. Каїра у своїх дослідженнях подає таке визначення поняття «комплексної реструктуризації» – поетапна перебудова усіх елементів структури підприємства із застосуванням різних механізмів і оцінкою впливу результатів перетворення на ефективність роботи підприємства в цілому [169, с. 46].

На відміну від комплексної, часткова реструктуризація зачіпає один або декілька елементів структури підприємства, причому оцінка впливу результатів від таких перетворень на ефективність роботи підприємства в цілому, як правило, не здійснюється.

Види реструктуризації підприємства, виділені за ознакою «об'єкт перетворення»

Вид реструктуризації	Об'єкт перетворення	Характеристика виду реструктуризації
Виробнича	Виробничо-технічна база	Приведення виробництва відповідно до нормативних актів і стандартів якості, вдосконалення наявної і впровадження нової техніки і технологій
Маркетингова	Система постачань і збуту	Організація випуску конкурентоздатної продукції, на яку є платоспроможний попит, доведення її до споживачів, а також пошук ніш на внутрішньому і світовому ринках
Фінансова	Активи і пасиви	Бюджетування, управління грошовими потоками, балансом активів і пасивів, фінансовою стійкістю і ризиками
Кадрова	Кількісний і якісний склад працівників	Оптимізація професійно-кваліфікаційного складу працівників
Системи управління	Стратегія, організаційна структура, процеси управління	Перехід на нові принципи організаційної побудови, вдосконалення структури управління і управлінських процесів

Джерело: Систематизовано автором за даними [162, 163, 165, 166, 167]

Ми вважаємо, що згадану класифікацію необхідно доповнити такими видами реструктуризації як комплексна і часткова, а ознаку класифікації - «масштаби перетворення».

В наукових працях зустрічається також поділ реструктуризації за ознакою тривалості перетворення: довгострокова і короткострокова (без уточнення термінів коротко- і довгостроковості) [170, 171]. За нашими

переконаннями, доцільно буде додати ще й ознаку середньостроковості і здійснити уточнення термінів строковості. Так, для короткострокової реструктуризації пропонуємо встановити термін до 1 року, так як цей у здійсненні цього процесу необхідні фінансові вкладення. Традиційно фінансові вкладення здійснюються протягом одного року і відносяться за терміном дії до короткострокових. Визначаючи терміни для середньострокових і довгострокових видів реструктуризації, нами використано закордонний досвід, так як досвід проведення перетворень такої тривалості наші українські підприємства не мають, а тому й відсутні дослідження вітчизняних науковців у цьому напрямку.

Вітчизняний дослідник В.В. Шиманська відзначає, що реструктурування підприємства триває, як правило, від двох до трьох років [172, 173]. Спираючись на дані цього дослідження, ми засвідчуємо, що до середньострокової реструктуризації слід віднести перетворення, здійснювані за період від одного року до двох років, а до довгострокової - понад два роки.

Для проведення комплексної реструктуризації необхідні фінансові витрати. Але у розпорядженні підприємства не завжди є достатня кількість грошових коштів для проведення перетворення. Якщо підприємство не може фінансувати реструктуризацію, то використовує запозичені грошові кошти (короткострокові і довгострокові кредити банків, державне фінансування). За нашими переконаннями, можна виділити наступну класифікаційну ознаку видів реструктуризації - в залежності від джерел фінансування [174]:

- реструктуризація за рахунок власних коштів;
- реструктуризація за рахунок залучених коштів;
- реструктуризація за рахунок комбінованих джерел (власних і залучених).

Узагальнюючи наші дослідження, вивчені вітчизняні та зарубіжні наукові джерела щодо видів та моделей реструктуризації підприємства, нами запропонована узагальнена класифікація, представлена на рисунку 1.10.

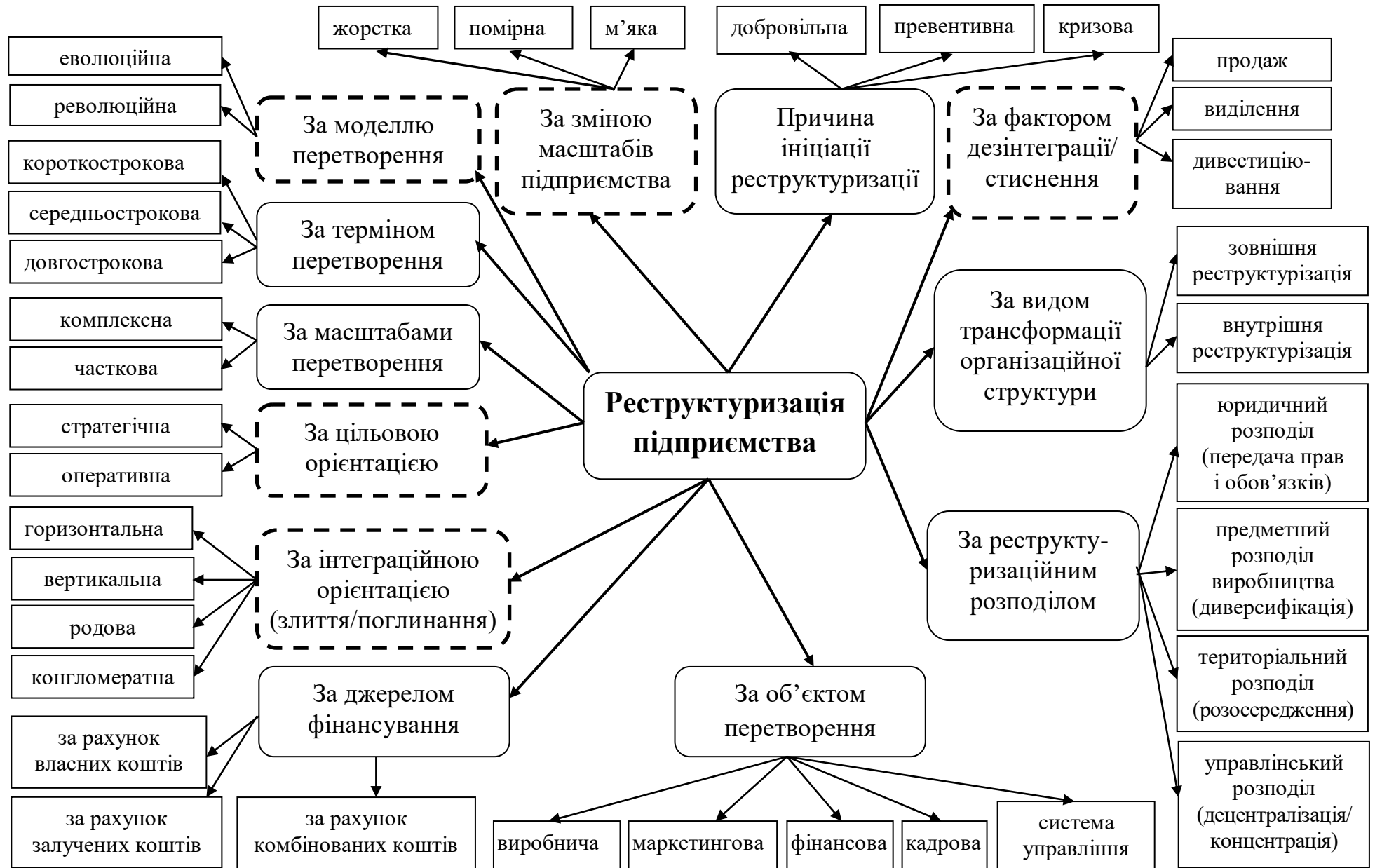


Рис. 1.10. Класифікація видів і форм реструктуризації промислових підприємств

Джерело: власна розробка

Класифікацію проведено за такими ознаками:

- 1) за цільовою орієнтацією;
- 2) за інтеграційною орієнтацією (злиття/поглинання);
- 3) за фактором дезінтеграції / стиснення;
- 4) за зміною масштабів підприємства;
- 5) за реструктуризаційним розподілом;
- 6) за моделлю перетворення;
- 7) причина ініціації реструктуризації;
- 8) за видом трансформації організаційної структури;
- 9) за об'єктом перетворення;
- 10) за масштабом перетворень;
- 11) за терміном перетворень;
- 12) за джерелом фінансування.

Здійснити характеристику найбільш значимих сторін реструктуризації підприємства дозволяють розглянуті класифікаційні ознаки. Отже, на нашу думку, реструктуризація підприємства:

- може здійснюватися поступово шляхом «вирощування» перетворень або радикальними способами;
- має чітку цільову орієнтацію;
- припускає взаємозв'язані зміни структур підприємства;
- може призводити до зміни масштабів підприємства;
- здійснюється добровільно або в примусовому порядку;
- при здійсненні зачіпає різні функціональні області і систему управління підприємства;
- може включати локальні зміни або охоплювати діяльність підприємства в цілому;
- займає різні періоди часу від декількох місяців до декількох років;
- може фінансуватися за рахунок власних і залучених джерел фінансування.

Узагальнюючи проведені наукові дослідження, можемо зробити наступні висновки: розглянуто види реструктуризації та здійснено їх класифікацію за відповідними ознаками; встановлено співвідношення видів реструктуризації з причинами і напрямками реструктуризації підприємств.

1.4. Концепції та принципи реструктуризації промислових підприємств

В сучасних умовах функціонування промислових підприємств використовується певна система поглядів щодо усестороннього обґрунтування процесу реструктуризації. Використання національними підприємствами основних концепцій реструктуризації може призвести як до позитивних так і негативних наслідків. Для встановлення впливу системи поглядів перетворень на діяльність підприємств нами проведено їх порівняльний аналіз.

1. Концепція реструктуризації на основі створення «стратегічних одиниць бізнесу».

Широкого вжитку ця концепція була використана зарубіжними підприємствами в 80-х рр. ХХ ст. Згідно концепції «стратегічних одиниць бізнесу», крупне підприємство ділиться на структурні утворення менші за масштабом. Створюються так звані бізнес-одиниці, які самостійно ведуть своє господарство, мають все необхідне для виробничого процесу, канали збуту виготовленої продукції [150]. У цій структурі підприємства є й окремі служби чи підрозділи, на які покладені ті завдання, з якими бізнес-структури не мають можливості впоратись (наприклад, наявність у підрозділах спеціальних лабораторій з використанням особливих технологій для проведення дослідів).

На підприємствах розробляється певна стратегія з метою створення системи бізнес-одиниць за умови аналізу та внесення змін у діяльність різних

структур підприємства. При цьому утворюється сформований комплекс взаємопов'язаних структур (рис. 1.11.).



Рис. 1.11. Організаційна структура підприємства на основі бізнес-одиниць

Джерело: Побудовано за даними [150, 175]

На думку прибічників цієї концепції реструктуризації, структура на основі бізнес-одиниць дає можливість підприємству сконцентруватися на конкретному кінцевому споживачеві. Успіх забезпечується за рахунок високої компетентності співробітників кожної бізнес-одиниці у виробництві окремих видів або груп продукції, закріплених за цією бізнес-одиницею. При такій структурі є можливість швидкого реагування на зміну потреб покупців і ситуації на ринку [6].

На нашу думку, важливим етапом в успішному функціонуванні бізнес-одиниці є визначення її статусу як окремого утворення в середині підприємства в процесі реструктуризації. Узагальнюючи досвід науковців та вивчених джерел, нами виділити найбільш типові статуси, які може отримати створювана бізнес-одиниця (табл. 1.6).

Юридична особа утворена з бізнес-одиниць, може мати у своєму складі всі перераховані статуси. Управлінський склад підприємства може надати єдиний статус всім бізнес-одиницям, які входять до його складу.

Типові статуси бізнес-одиниць в процесній структурі промислового підприємства

Статус бізнес-одиниці	Характеристика статусу бізнес-одиниці
1. Бюджетний центр (центр витрат)	Працює за принципом ліміту витрат
2. Госпрозрахунковий центр	Формується за наявності набору планованих показників і системи заохочень і санкцій, що враховуються
3. Центр фінансової відповідальності (центр прибутку або центр інвестицій)	Обов'язковою є наявність субрахунки у фінансово-розрахунковому центрі із закріпленням за бізнес-одиницею відповідних основних і оборотних фондів, наданням права укладення договорів із сторонніми клієнтами і надання максимальної самостійності у межах єдиної стратегії підприємства
4. Повноцінне дочірнє підприємство	Володіє правами і обов'язками згідно з національним законодавством. Переслідує цілі визначені материнською структурою.
5. Залежне підприємство	Від 20 до 50% статутного капіталу бізнес-одиниці знаходиться у власності материнського підприємства
6. Підприємство-учасник	Менше 20% статутного капіталу бізнес-одиниці знаходиться у власності материнського підприємства

Джерело: Систематизовано автором

Такі вчені як: О.В. Виноградова [176], О.І. Ковальов [177], а так само фахівці консалтингової компанії «McKinsey» [95] розглядають створення комплексу бізнес-одиниць як основний напрям реструктуризації великих вітчизняних підприємств.

Дослідження стану та розвитку ринку різних галузей має важливе значення у господарській діяльності промислових підприємств, так як вони виробляють широку номенклатуру продукції. Крім того, господарствам необхідно забезпечувати свою конкурентоспроможність через високий рівень конкуренції. Тому потрібно проводити реструктуризацію підприємств, створюючи систему бізнес-одиниць. Відокремлені структурні підрозділи допоможуть зосередити роботу на визначеному сегменті споживачів, що

сприятиме підвищенню якості та конкурентоспроможності виготовленої продукції.

Крім позитивного впливу децентралізації підприємств є й негативні наслідки створення бізнес-одиниць [178]:

- конкуренція управлінців підрозділів за високі фінансові показники може знизити якість продукції, так як керівники не несуть відповідальності за її виготовлення;

- відсутність узгодження у взаємодії бізнес-одиниць стримує пошук нових можливостей;

- управлінці підрозділів де мотивують своїх висококваліфікованих працівників, заважаючи горизонтальній ротації кадрів, що призводить до плінності персоналу;

- створюються перешкоди нововведенням, завдяки яким здійснюється модифікація продукції, нових розробок, виготовлених різними бізнес-одиницями.

Здійснюючи реструктуризацію підприємств на основі створення бізнес-одиниць, керівникам необхідно врахувати згадані недоліки.

Для забезпечення стійкості та конкурентоспроможності підприємства, використовуючи процес перетворення підприємств, потрібно поєднати позитивні наслідки поділу підприємства на бізнес-одиниці та створити стійкий взаємозв'язок між ними.

2. Вперше в 90-ті роки ХХ століття американськими та японськими підприємствами в практиці реструктуризації почала використовуватись концепція «ключової компетентності». Сутність цієї концепції, яка змінила уявлення про підприємства, полягає в існуючому наборі ключових компетенцій.

У науковій літературі немає визначення поняття «ключова компетентність». Проте В.Н. Ращупкіна подає таке тлумачення терміну: «ключова компетентність - це унікальна технологія плюс пристосований для

її реалізації добре відлагоджений високоякісний виробничий процес і висококваліфікований персонал» [179, с. 97].

Відомі дослідники М. Чінкота, І. Ройкайнен, М. Мофетт визначають ключову компетентність як: «взаємопов'язаний набір навичок, здібностей і технологій, які роблять компанію унікальним експертом в певній області або сфері, що має прибуток в багатьох видах бізнесу і галузях» [180].

При реалізації цієї концепції, основу організації діяльності підприємства складає пошук, розвиток і інтеграція передових технологій з метою їх втілення в «базові продукти», які потім знаходять застосування в кінцевих продуктах (чи послугах), що випускаються підприємством. Базові продукти є «вузлами і компонентами, які збільшують цінність кінцевої продукції, надаючи їй деякі унікальні риси або свідомо кращі показники» [410]. Структура зарубіжних підприємств, що використовують концепцію «ключової компетентності» при реструктуризації, перетвориться з сукупності бізнес-одиниць в «набір сфер основної компетентності». Схема такої структури представлена на рис. 1.12. [181].

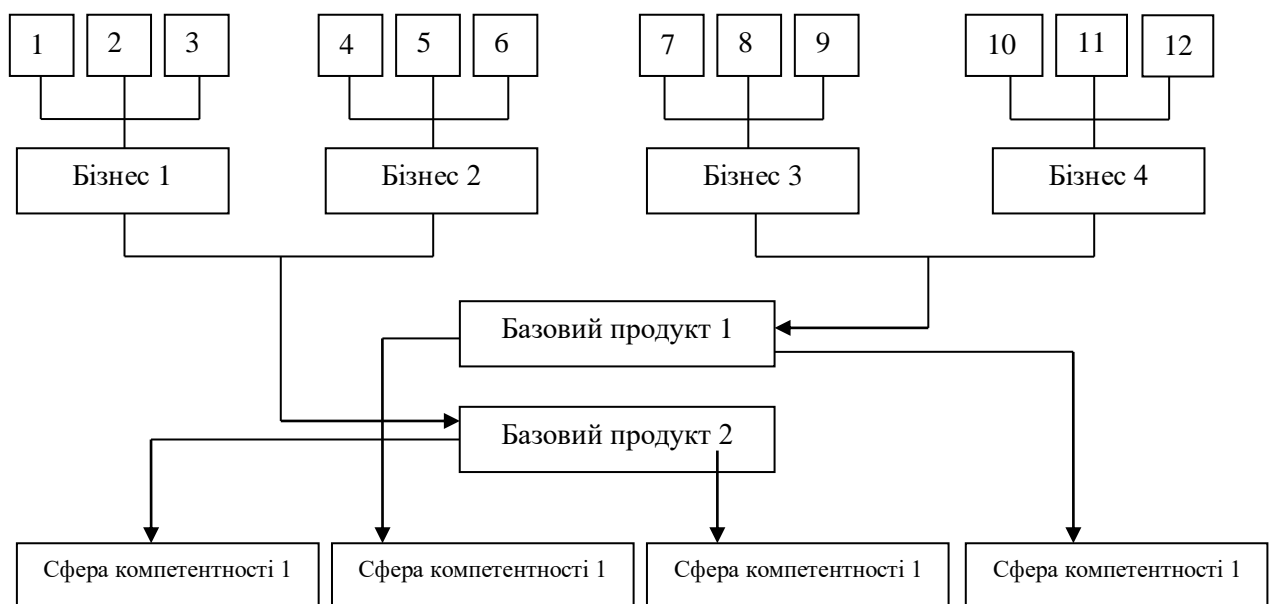


Рис. 1.12. Структура підприємства при використанні концепції «ключової компетентності»

Джерело: Побудовано за даними [181]

Потенціал працівників підприємства у сфері промислового виробництва та використанні передових технологій мають позитивний вплив на сфери ключової компетентності.

Нами використано ключові критерії для визначення сфер ключової компетентності методом аналізу наявних інновацій на підприємстві [182]:

- використання новітніх технологій для виробництва продукції з можливістю пошуку нових каналів збуту;
- виготовлення продуктів кінцевого споживання з урахуванням побажань потенційних споживачів цієї продукції;
- застосування таких технологій виробництва, які складно скопіювати конкурентам.

Отже, основне підґрунтя діяльності промислового підприємства – його наявні компетенції. Це означає, що елементи потенціалу підприємства між собою тісно взаємопов'язані та взаємодіють у складному, злагодженому економічному механізмі, а їх комбінація дає нові можливості для покращення діяльності підприємства.

Концепція ключової компетентності була використана при реструктуризації багатьох зарубіжних машинобудівних корпорацій, таких як «General Electric», «Siemens AG», «M.A.N.» тощо [183].

В процесі реструктуризації єдність підприємства, його стійкість та конкурентоздатність залежать від сукупності позитивних результатів від створених бізнес-одиниць з розвитком «ключових компетенцій».

3. Основою реструктуризації більшості західних підприємств є «концепція мінімалізму». Сутність концепції полягає у мінімізації всіх складових елементів, які не приймають безпосередньої участі у виробництві та реалізації продукції. Тому необхідно зробити підприємства спеціалізованими на виготовленні певного виду продукції для виключення із виробничого процесу низькокваліфікованих працівників, зайвих запасів та потужностей, непрофільних робіт тощо. Підприємству для виключення зайвих ланок виробництва необхідно укласти угоди замовлення

робіт/послуг в інших підприємствах, які спеціалізуються на їх виробництві/наданні.

В умовах мінливого ринку використання підприємством мінімалізму додає йому гнучкості, маневреності, швидкої перекваліфікації. При цьому в господарствах відсутня висока соціальна відповідальність. Трудовий колектив на підприємствах, які використовують «концепцію мінімалізму» не вважається цінним ресурсом. Керівництво з легкістю має можливість замінити працівника з низькою кваліфікацією на співробітника з високим рівнем професіоналізму, необхідними знаннями та здібностями. Таким чином використовується мінімізація соціальної функції підприємства.

Проте, ця концепція набула широкого поширення у всьому світі протягом останнього десятиліття і є актуальною на сьогодні. Прикладом використання концепції мінімалізму може служити автомобільна промисловість Японії. З 20 тисяч деталей і вузлів, необхідних для виробництва автомобілів, близько 70% японські автомобілебудівні підприємства купують і тільки 30% виробляють самі [178].

Сучасні промислові підприємства, зокрема машинобудівної галузі, обмежено використовують аутсорсинг. В процесі виробництва їм допомагають багатoproфільні служби, які займаються виробництвом від переробки сировини до виготовлення кінцевого продукту споживання. Внаслідок цього виробничі потужності використовуються не повністю, виникають складнощі на ключових ланках виробництва, зростають витрати.

Деякі українські науковці дотримуються думки, що при реструктуризації використання «концепції мінімалізму» негативно позначається на фінансово-економічній діяльності підприємства. Наприклад, Б. Лессер вважає, що ця концепція не відповідає виробничим традиціям вітчизняної економіки і менталітету працівника. На його думку «мінімалістські» підприємства не довговічні, а використання і розвиток потенціалу українських підприємств можливе тільки на базі цілісності

підприємства [184]. Нами проведено порівняння досліджених концепції та виявлено їх сильні та слабкі сторони (табл. 1.6).

Таблиця 1.6

Порівняльна характеристика концепцій реструктуризації підприємств

Критерій	Концепція створення стратегічних одиниць бізнесу	Концепція ключової компетентності	Концепція мінімалізму
1	2	3	4
Час появи	80 - роки ХХ століття	90-і роки ХХ століття	кінець ХХ століття
Основна ідея	Децентралізація підприємства і утворення бізнес-одиниць, які працюють як самостійні виробничо-комерційні утворення.	Основа підприємства - його ключові компетентності, на яких будуються усі види бізнесу, а комбінування існуючих компетенцій призводить до появи нових можливостей для зростання підприємства.	Мінімізація усіх систем підприємства, що не мають безпосередньої участі у виробництві і реалізації продукції. Максимальна спеціалізація, використання аутсорсингу.
Сильні сторони	Концентрація на кінцевому споживачі. Висока компетентність у виробництві певних видів продукції. Можливість швидкого реагування на зміни. Можливість надання різних статусів виділенням бізнес-одиницям.	Пошук, розвиток і інтеграція передових технологій. Висока конкурентоспроможність продукції завдяки розвитку сфер ключової компетентності. Унікальну продукцію важко імітувати конкурентам. Те, що потримало ключової компетентності не вимагає надвеликих витрат.	Швидке переналаштування підприємства у відповідності з вимогами ринку, що змінюються. Відсутність надлишкових потужностей і невживаного устаткування. Концентрація зусиль на основних напрямках діяльності. Не присутній перерозподіл ресурсів підприємства на підтримку непрофільних активів.
Слабкі сторони	Децентралізація не сприяє стратегічному розвитку і покращенню роботи сфер ключової компетентності. Загроза сильної конкуренції з боку підприємств, які розвивають ключові компетентності. Складність координації і збереження єдності підприємства.	Ризик невірної вибору сфер - ключовій компетентності. Ризик втрати ключової компетентності при нестачі інвестицій. Необхідність постійного контролю за «ноу-хау» для того, щоб не втратити лідерство на ринку.	Низька соціальна відповідальність підприємства (працівники не є провідним фактором для підприємства). Висока «чутливість» до зміни ринкових цін на ресурси. Низька стійкість по відношенню до несприятливих змін кон'юнктури ринку.

Джерело: Систематизовано автором

Серед проаналізованих автором концепцій (створення «стратегічних одиниць бізнесу», «ключової компетентності» і «мінімалізму») не знайдено оптимальної концепції, яка б при проведенні реструктуризації позитивно впливала на фінансово-економічний стан підприємства. Ми вважаємо, що певну концепцію реструктуризації доцільно буде використати підприємству, враховуючи особливості своєї діяльності.

Використання будь-якої концепції реструктуризації нерозривно пов'язана з метою, методами та очікуваними результатами від її проведення. Певний вид реструктуризації використовується відповідно до спеціалізації діяльності підприємства. Глибоке дослідження теоретико-методологічних основ реструктуризації підприємств і аналіз провідних наукових здобутків дозволяють встановити залежності між причинами, напрямками, концепціями і видами структурних перетворень які представлені в таблиці 1.7.

Для систематизації різнобічних підходів до реструктуризації підприємств необхідно розробити її механізм, який покликаний забезпечити: своєчасність оцінки потреби в реструктуризації; якісне проектування і ефективне впровадження проектів перетворення підприємств. Модель реструктуризації когнитивно можна представити у вигляді мережі взаємодіючих елементів і окремих процесів, що утворюють єдиний «управлінський організм» [185]. Фундаменталізувати модель реструктуризації ми можемо за рахунок введення «скелету» цих змін у вигляді непорушних принципів реструктуризації. Вони мають бути єдиними для всіх і виконуватися на всіх рівнях управління [186]. Крім цього принципи мають бути підкріплені чітким набором інструкцій, правил і процедурних описів, щоб не допустити управлінську і інформаційну дихотомію у трансформаційних процесах.

Всю сукупність існуючих принципів нами поділено на дві групи: загальні та спеціальні (початкові положення, що дозволяють врахувати особливості процесу реструктуризації підприємства).

Таблиця 1.7

Взаємозв'язок причин, напрямів, концепцій і видів реструктуризації промислових підприємств

Класифікаційна ознака	Причини ініціації реструктуризації								
	необхідність запобігання кризі і підтримка конкурентного статусу підприємства			необхідність виведення підприємства з кризи, поліпшення його фінансово-економічного стану			збільшення ринкової вартості підприємства і посилення його конкурентних переваг		
	Напрями реструктуризації підприємства								
	превентивний			кризовий			еволюційний		
	Концепції реструктуризації								
	1.Концепція створення бізнес-одиниць	2.Концепція ключовій компетентності	3.Концепція мінімалізму	1 .Концепція створення бізнес-одиниць	2.Концепція ключовій компетентності	3.Концепція мінімалізму	1 .Концепція створення бізнес-одиниць	2. Концепція ключової компетентності	3. Концепція мінімалізму
	Вид реструктуризації (яка)								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1. Цільова орієнтація перетворення	оперативна; стратегічна	оперативна; стратегічна	оперативна; стратегічна	оперативна	оперативна	оперативна	стратегічна	стратегічна	стратегічна
2. За інтеграційною орієнтацією (злиття/поглинання);	оперативна; стратегічна	оперативна; стратегічна	оперативна; стратегічна	революційна	революційна	революційна	стратегічна	стратегічна	еволюційна
3. За фактором дезінтеграції / стиснення;	оперативна; стратегічна	оперативна; стратегічна	оперативна; стратегічна	революційна	революційна	революційна	стратегічна	стратегічна	еволюційна
4. Зміна масштабів підприємства	із зменшенням масштабів	із збільшенням масштабів; із зменшенням масштабів	із зменшенням масштабів	із зменшенням масштабів	із зменшенням масштабів	із зменшенням масштабів	із зменшенням масштабів	із збільшенням масштабів; із зменшенням масштабів	із зменшенням масштабів
5. За реструктуризаційним розподілом;	із зменшенням масштабів	із збільшенням масштабів; із зменшенням масштабів	із зменшенням масштабів	оперативна	оперативна	оперативна	стратегічна	стратегічна	стратегічна

Продовження табл. 1.7

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
6. Модель перетворення	революційна	революційна	революційна	революційна	революційна	революційна	революційна	революційна	революційна
7. Причина ініціації реструктуризації	добровільна	добровільна	добровільна	добровільна	добровільна	добровільна	добровільна	добровільна	добровільна
8. Вид трансформації організаційної структури	внутрішня; зовнішня	внутрішня	внутрішня; зовнішня	внутрішня; зовнішня	внутрішня	внутрішня; зовнішня	внутрішня; зовнішня	внутрішня	внутрішня; зовнішня
9. Об'єкт перетворення	виробнича, ринкова, фінансова, кадрова системи управління	виробнича, ринкова, фінансова, кадрова системи управління	виробнича, ринкова, фінансова, кадрова системи управління	виробнича, ринкова, фінансова, кадрова системи управління	виробнича, ринкова, фінансова, кадрова системи управління	виробнича, ринкова, фінансова, кадрова системи управління	виробнича, ринкова, фінансова, кадрова системи управління	виробнича, ринкова, фінансова, кадрова системи управління	виробнича, ринкова, фінансова, кадрова системи управління
10. Масштаби перетворення	часткова; комплексна	часткова; комплексна	часткова; комплексна	часткова; комплексна	часткова; комплексна	часткова; комплексна	часткова; комплексний	часткова; комплексний	часткова; комплексний
11. Термін перетворення	середньострокова; довгострокова	середньострокова; довгострокова	середньострокова; довгострокова	середньострокова; короткострокова	середньострокова; короткострокова	середньострокова; короткострокова	середньострокова; довгострокова	середньострокова; довгострокова	середньострокова; довгострокова
12. Джерела фінансування	за рахунок власних джерел; за рахунок залучених джерел; за рахунок комбінованих джерел	за рахунок власних джерел; за рахунок залучених джерел; за рахунок комбінованих джерел	за рахунок власних джерел; за рахунок залучених джерел; за рахунок комбінованих джерел	за рахунок залучених джерел; за рахунок комбінованих джерел	за рахунок залучених джерел; за рахунок комбінованих джерел	за рахунок залучених джерел; за рахунок комбінованих джерел	за рахунок власних джерел; за рахунок залучених джерел; за рахунок комбінованих джерел	за рахунок власних джерел; за рахунок залучених джерел; за рахунок комбінованих джерел	за рахунок власних джерел; за рахунок залучених джерел; за рахунок комбінованих джерел

Джерело: Систематизовано автором

Загальні принципи реструктурування в роботі промислового підприємства:

1. Принцип цільової орієнтації. Мета акту перетворення має бути пов'язана із станом розвитку самого підприємства: стійкий, нестійкий (передкризовий), кризовий. Якщо фінансово-економічний стан підприємства характеризується як кризовий, то воно використовує реструктуризацію з метою виходу із кризи, а у передкризовому – з метою запобігання кризі. Стійкі підприємства здійснюють процес реструктуризації з метою підвищення свого економічного розвитку.

2. Принцип комплексності характеризується усестороннім охопленням різних взаємопов'язаних напрямів функціонування підприємства.

3. Принцип плановості. Підприємству перш, ніж зробити перетворення необхідно скласти детальний план дій. Реструктуризація підприємств зачіпає основні види його діяльності, які повинні бути відображені у стратегічному плані розвитку шляхом уточнень через сукупність тактичних і оперативних планів.

4. Принцип об'єктивності характеризується використанням наявної, достовірної інформації як і з макrorівня так і безпосередньо із самого підприємства, яка необхідна для визначення доцільності проведення його реструктуризації.

5. Ефективне перетворення підприємств здійснюється за допомогою використання принципу ефективності. В результаті проведення реструктуризації можливе зменшення витрат виробництва. Принцип ефективності взаємопов'язаний з принципом цільової орієнтації, так як досягти високих економічних результатів можливе при наявності чітко розробленого плану.

6. Сутність принципу адаптивності полягає у пристосуванні діяльності підприємства до умов мікро- та макросередовища, так як в умовах його безперервних змін виникає необхідність господарства враховувати існуючі тенденції.

7. Принцип ітеративності ґрунтується на зворотному зв'язку між елементами процесу реструктуризації у зв'язку із постійною потребою підприємства пристосовуватись до змін. Від процесу зворотного зв'язку господарство отримує інформацію, яка використовується в управлінських цілях. Зворотний зв'язок носить інформаційний характер.

8. Сутність принципу інваріантності полягає у можливості підприємства мати альтернативні шляхи для здійснення реструктуризації відіграє важливу роль у функціонуванні підприємства.

9. Беззаперечне виконання і дотримання підприємством в процесі господарської діяльності законодавчих і нормативно-правових актів характеризує принцип легітимності.

Спеціальні принципи реструктуризації промислового підприємства:

1. Принцип випереджаючого управління характеризується безперервним аналізом зовнішнього середовища. Це дозволяє підприємству вчасно відреагувати на тенденції макросередовища та своєчасно прийняти рішення щодо подальшої господарської діяльності.

2. Реструктуризація підприємства за принципом обліку складності середовища має враховувати рівень його складності за відповідними показниками. Успіх у проведенні перетворення з урахуванням впливу зовнішніх чинників допоможе досягти високих фінансово-економічних показників діяльності підприємства.

3. Сутність принципу узгодженості інтересів полягає у досягненні спільної мети власників, керівників та безпосередньо самого персоналу підприємства. Якщо ігнорувати цей принцип, то можливе значне зниження темпів перетворення. Під дотриманням принципу узгодженості інтересів мається на увазі врахування пропозицій не лише керуючої ланки підприємства, а й трудового колективу в цілому.

4. Принцип забезпечення безпеки. Проведення реструктуризації не можливе без певних ризиків. Тому необхідно їх враховувати та знаходити оптимальні шляхи мінімізації.

5. Принцип подолання опору змінам. Зміни, які відбуваються на підприємстві, у працівників завжди мали як позитивну так і негативну реакцію. Незадоволення перетвореннями можуть бути викликані особистими, соціальними чи економічними причинами працівників (рис. 1.13.).

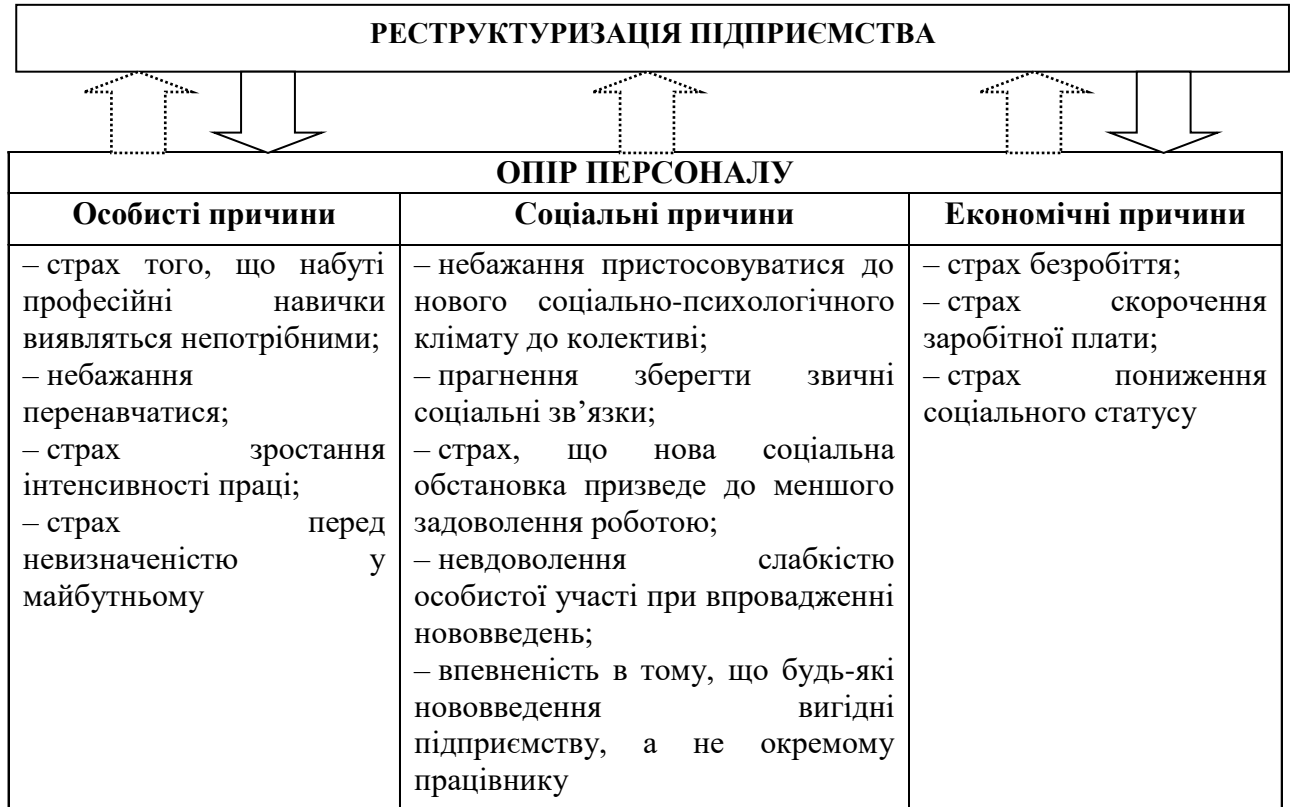


Рис. 1.13. Основні причини опору персоналу підприємства перетворенням реструктуризацій

Джерело: Систематизовано автором за даними [176, 187]

Тому необхідно провести реструктуризацію так, щоб ці зміни задовольняли більшу частину трудового колективу.

Узагальнюючи результати проведеного дослідження, принципи реструктуризації промислового підприємства нами поділено на загальні та спеціальні (рис. 1.14).

Наступним елементом механізму реструктуризації є функції реструктуризації підприємства. При виділенні цього елемента ми спиралися на думку Б.А. Хейфеца, А.М. Лібмана, які вважають, що механізм планування включає такий елемент як функції планування [188, с. 70].



Рис. 1.14. Принципи реструктуризації промислового підприємства
Джерело: Авторська розробка

За нашими переконаннями, функції реструктуризації – це види праці, що відокремилися, породжуються розподілом праці усередині самого процесу реструктуризації [189].

Функції реструктуризації промислового підприємства складаються з:

- прогнозування процесів розвитку мікро- та макросередовища підприємства з початку і до кінця процесу реструктуризації;
- планування перекликається з принципом плановості (нами вже згадувалось раніше у дослідженні);
- аналіз здійснюється протягом всього процесу реструктуризації для виявлення змін у тенденціях зовнішнього та внутрішнього середовища;
- характерною особливістю організаційної функції є участь всього персоналу підприємства в процесі планування і проведення перетворень. При цьому передбачається прийняття заходів щодо уникнення конфліктів між працівниками. А також поєднання різних видів діяльності підприємства та ефективне використання потенціалу трудового колективу;

– використання контрольної функції під час реструктуризації вкрай необхідне, так як завдяки безперервному контролю можна вчасно внести відповідні корективи.

– процес реструктуризації має бути документально оформлений та вестися його облік – в цьому полягає сутність функції обліку.

Засоби забезпечення виробничої діяльності підприємства як і принципи та функції також відіграють важливу роль у проведенні реструктуризації підприємств. Під забезпеченням розуміють систему заходів та засобів, створення сприятливих умов для нормального, стабільного функціонування економічних процесів, виконання планів, програм, проектів, пошук методів щодо усунення збоїв, порушень нормативно-правових актів, встановлених нормативів; використання допоміжних заходів з метою підтримки дієвості виробничої та інформаційної систем.

Засоби забезпечення для проведення реструктуризації:

1. Ресурси. Для здійснення перетворень необхідні трудові, матеріальні та фінансові ресурси. Забезпечення трудовими ресурсами означає наявність на підприємстві кваліфікованих, професійних та позитивно мотивованих працівників. Високий професійний рівень управлінців забезпечити успіх у проведенні реструктуризації. На підготовчому етапі перетворення керівникам підприємства потрібно вирішити питання матеріального забезпечення.

2. Інформація. Процес реструктуризації необхідно забезпечити пошуковими системами, інформаційними базами, поширити відповідними засобами інформацію про мету перетворень, хід проведення та повідомити результати. Ця інформація повинна завжди бути актуальною, високої якості та мати певний ступінь захисту.

3. Законодавча база. Процес проведення реструктуризації повинен відповідати законодавчим та нормативно-правовим актам, не порушувати умови договорів та відповідати податковим відносинам.

4. Організаційно-методичне забезпечення. Створення системи процесів для формування умов, які необхідні для здійснення перетворень. Вони також

дозволяють вирішити питання, що стосуються визначення потреби у реструктуризації, підборі методів, напрямів та видів перетворень, аналізу отриманих результатів та організація самого процесу реструктуризації.

Організація реструктуризації в часі є певною послідовністю етапів, що утворюють процес реструктуризації. Тому, слід визначити те, що ми розумітимемо під процесом реструктуризації підприємства. Для цього розкриємо зміст терміну «процес». Процес (від лат. «processus» - просування) є ходом якого-небудь явища, послідовною зміною станів, стадій розвитку, а так само сукупність послідовних дій для досягнення якого-небудь результату [190, с. 262].

Дослідження наукових джерел літератури показав, що процес перетворення представлений в них неоднозначно. Проаналізувавши зміст процесу реструктуризації підприємства, відбитого в джерелах [164, 191, 192, 193, 194, 195, 196] автор пропонує виділити чотири етапи цього процесу: 1. оцінка потреби в реструктуризації; 2. підготовка до реструктуризації; 3. проведення реструктуризації; 4. оцінка її результатів.

Етапи процесу реструктуризації підприємства представлені на рис. 1.15.

На першому етапі проводиться аналіз мікро- та макросередовища підприємства. За отриманими результатами оцінюється доцільність проведення реструктуризації. У випадку отримання позитивної оцінки і висновку про необхідність здійснення перетворень, тоді відбувається перехід до другого етапу, який називається «Підготовка до реструктуризації» [186].

Під час підготовки до реструктуризації, на другому етапі, розробляються концепції, програми та план. Основа реструктуризації – побудова концепції. Вона дозволяє зробити наступний крок – складання програми.

Розробка проекту реструктуризації має починатися з аналізу діючої концепції змін, формулюванням мети і стратегічних трактувань реструктуризації.

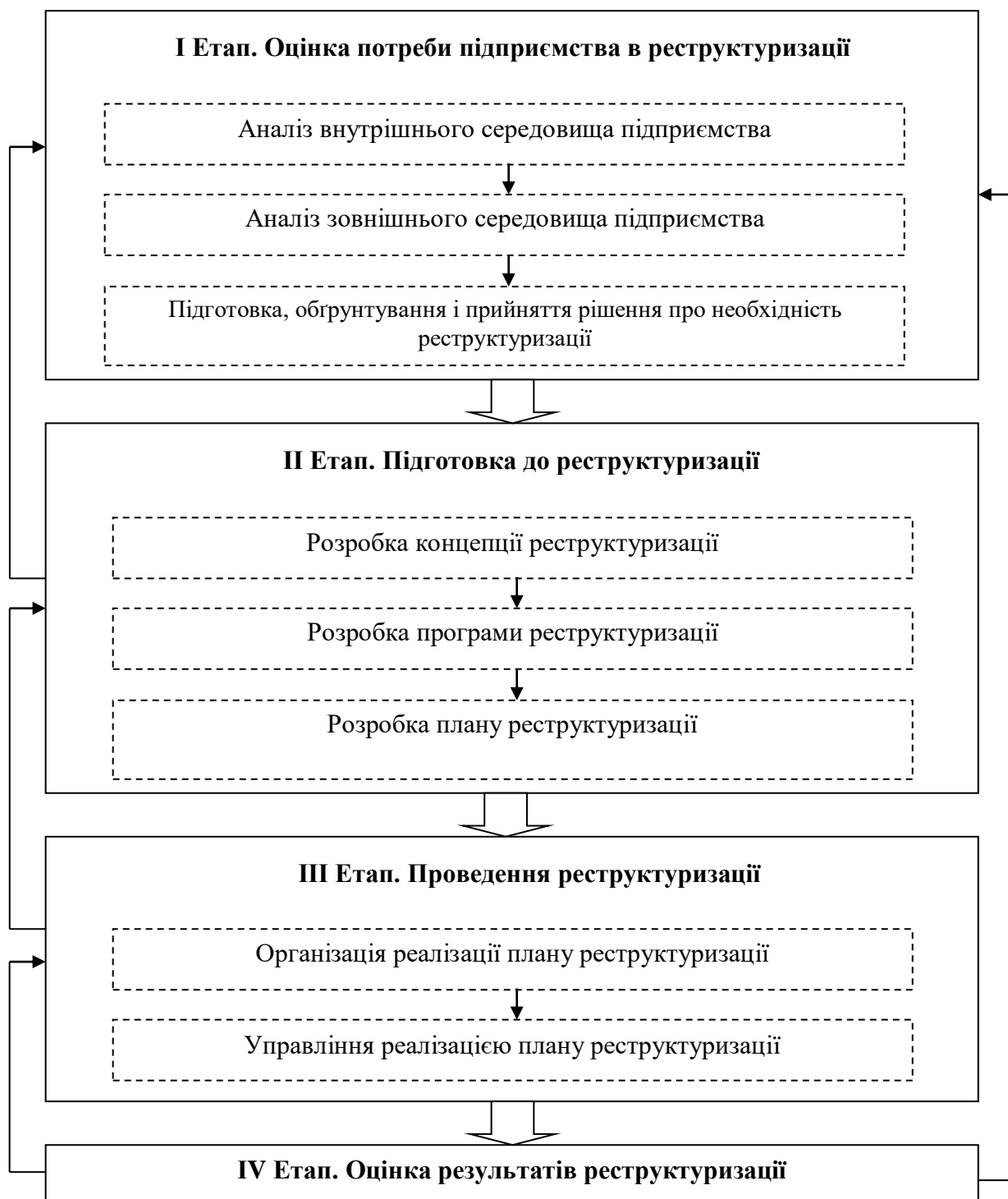


Рис. 1.15. Етапи процесу реструктуризації промислового підприємства

Джерело: Авторська розробка

Успіх у реалізації перетворень залежить від якісно розробленої програми реструктуризації.

Під час розробки програми необхідно вирішити такі завдання [185, 186]:

- знайти внутрішні не використані резерви підприємства, додаткові джерела матеріальних і фінансових ресурсів, розробити шляхи мінімізації поточних витрат;
- використовуючи наявні технології та ресурси підприємства, вивчити можливі напрями розвитку з урахуванням потреб ринку;
- розглянути можливості реструктуризації виробничої, маркетингової, фінансової, кадрової сфер і системи управління підприємством;
- для здійснення реструктуризації підприємства вивчити здатність залучити джерела зовнішнього фінансування.

Формулювання завдань необхідних для вирішення в процесі реструктуризації, визначення цілей та способів їх досягнення, оцінка технічний та економічних показників підприємства, його зовнішнього середовища – все це зазначається у плані. Потім цей план затверджується. В ньому прописані конкретні заходи щодо здійснення реструктуризації, узгоджено цілі, ресурси, методи, послідовність і терміни виконання робіт.

На третьому етапі здійснюється організація і управління складеним планом реструктуризації промислових підприємств. Організація і супроводження вимагає плану системного контролю, формування політики виробничих комунікацій, формування центру відповідальності, забезпечення інформаційне супроводження і підтримка, стабільність надходження або отримання необхідних ресурсів [197, 198, 199, 200].

Реалізація сформованого плану по реструктуризації має включати: інформаційний базис, центр звітування і відповідальності за обробку та презентацію даних, інформаційна оперативна підтримка та прийняття релевантних рішень. Заходи контролю за складовими складаються до того як почнеться реалізація, де беруть участь всі зацікавлені особи.

Обов'язковим є введення механізму контролю, який має містити попередній контроль, з метою співставлення планових показників, поточний контроль на правлений на оперативні задачі і та заключний контроль, роль якого у порівнянні стратегічних і планових показників і корегування.

Четвертий етап заключний. На ньому підводять підсумки проведеної реструктуризації. За досягнутими показниками і параметрами визначити успішність проведеного перетворення та надати оцінку щодо поставленої мети [122, 201, 202, 203, 204]. Узагальнюючи теоретико-методологічні дослідження було побудовано механізм реструктуризації підприємства на основі таких елементів: принципи; функції; засоби забезпечення реструктуризації (рис. 1.16.).

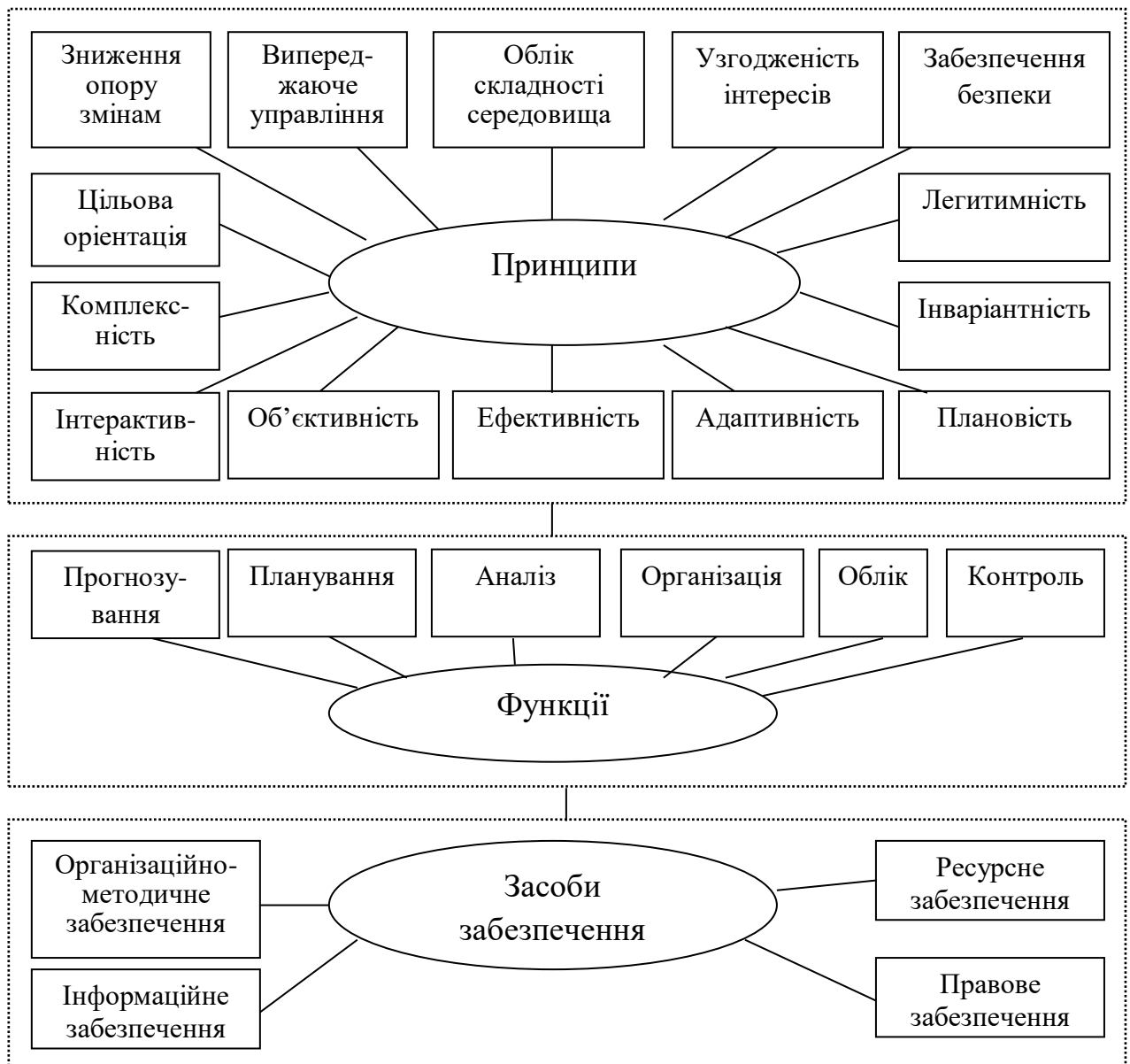


Рис. 1.16. Модель механізму реструктуризації промислового підприємства

Джерело: Авторська розробка

Згідно вищезазначених елементів нами дано визначення поняттю «механізм реструктуризації підприємства», який трактується як сукупність функцій, що реалізуються в процесі реструктуризації підприємства за допомогою засобів забезпечення при дотриманні встановлених принципів.

Отже, елементи, з яких складається процес реструктуризації підприємства, створюють систему, де всі вони взаємопов'язані між собою, мають цілеспрямований план дій щодо досягнення мети перетворення підприємства. Тому у виробничо-господарській діяльності промислових підприємств теоретичні основи планування і реалізації програм реструктуризації, завдяки згаданим положенням, розширюються.

Висновки до першого розділу

У першому розділі роботи було визначено теоретичні і методологічні засади реструктуризаційних процесів в середовищі промислових підприємств, досліджено еволюційний шлях і розвиток наукових теорій трансформацій і реструктуризаційних змін в промисловості, проведено аналіз класифікаційних параметрів реструктуризаційних заходів, визначено і критично обґрунтовано сутність провідних концепцій і принципів реструктуризації.

Було отримано наступні наукові результати:

1. Дослідження генезису організаційних змін і трансформацій в промисловості дозволило визначити і обґрунтувати такі еволюційні етапи перетворень: 1. «управління виробничими процесами», яке ґрунтується на змінах провідних факторів і направляючих головного виробничого процесу на підприємстві; 2. «управління виробництвом», яке базується на введенні функцій менеджменту та додержання їх виконання при виробничих трансформаціях; 3. «управління підприємством» – головний тренд управління процесами і ресурсами. 4. «управління бізнесом» ґрунтується на

моделі перетворення підприємства з об'єкта виробництва на комплексну бізнес-структуру; 5. «управління вартістю» має меті проведення реструктуризаційних змін направлених на зростання ринкової вартості і виробничого масштабу промислового підприємства.

2. Проведений критичний аналіз трактувань, підходів і теоретичних моделювань процесу реструктуризації в промисловості дозволив надати уточнене визначення економічної категорії «реструктуризація промислового підприємства». Запропоновано її розуміти як процес кардинального трансформування і системних змін як усього організаційно-економічного механізму господарської діяльності так і структури корпоративної власності промислового підприємства на основі комплексу управлінських рішень направлених на забезпечення стратегічної стійкості, переходу до випереджаючого сталого розвитку, формування конкурентних переваг і збільшення вартості підприємства в умовах нерівноважності ринкової динаміки.

3. Досліджено теоретико-методологічні підходи до змістовного і організаційного наповнення процесу реструктуризації промислового підприємства, що дозволило виділити їх наступні різновиди: 1. структурний базується на зміні структури діяльності підприємства; 2. радикальний базується на змінах ділового циклу підприємства; 3. адаптаційний має на меті пристосування підприємства до умов зовнішнього середовища; 4. ринковий пропагує синхронізацію системи управління і виробництва у відповідність вимогам базового ринку; 5. антикризовий базується на трансформаціях, направлених на недопущення і подолання кризових станів; 6. інтеграційний, який акумулює провідні ідеї і методичні інструменти попередніх підходів.

Доведено, що саме інтеграційний підхід ототожнює сучасні вимоги до ефективності і комплексності реструктуризаційних змін на підприємстві.

4. Було сформовано концептуальну модель процесу реструктуризації підприємства, яка містить такі фактори її протікання як: передумови реструктуризації, методи здійснення реструктуризаційних змін, результати

реструктуризації і мотиви початку реструктуризаційних змін. Це дозволило визначити стратегічні цілі реструктуризації промислових підприємств серед яких провідну роль відіграють альфа-цілі: посилення ринкової конкуренції, розширення ринків збуту і збільшення вартості промислового підприємства та бета-цілі: отримання економічної стабільності, вдосконалення системи управління і функціонального забезпечення підприємства, залучення інвестицій і технологічний розвиток.

5. Запропоновано авторське класифікаційне поле форм і видів реструктуризації, в яке запропоновано включити такі класифікаційні ознаки: цільова орієнтація реструктуризації, інтеграційна орієнтація (злиття/поглинання), фактор дезінтеграції / стиснення, зміна масштабів підприємства, реструктуризаційний розподіл, модель перетворення, причина ініціації реструктуризації, вид трансформації організаційної структури, об'єкт перетворення, масштаб перетворень, термін перетворень, джерело фінансування реструктуризаційних змін.

Ці ознаки визначають цілісний формат застосування певного виду реструктуризації для конкретного підприємства у відповідності з його організаційно-економічними запитами.

6. Доведено, що первинним елементом реструктуризації є її концепція, яка визначає «філософію» самих змін на підприємстві. Було виокремлено концепцію реструктуризації на основі створення «стратегічних одиниць бізнесу», яка ґрунтується на автономізації завдань і видів робіт всередині окремої стратегічної одиниці, що спрощує протікання і здешевлює реструктуризацію. Концепція «ключової компетентності» має на меті компетелізацію окремих структурних підрозділів підприємства, для асинхронної реструктуризації. «Концепція мінімалізму» направлена на спеціалізацію виробничої і бізнес діяльності структурних елементів підприємства, що дозволяє здешевити виробництво і знизити необхідність глибоких або структурних реструктуризацій.

Концепції визначають характер управлінської ідеї при побудові функціонально-виробничого скелету підприємства і виду можливих реструктуризаційних процесів.

7. Дослідження показали, що реструктуризація на промисловому підприємстві може проходити за одним з трьох комплексних напрямів, які гарантують отримання організаційно-економічних ефектів від обраної менеджментом підприємства концепції реструктуризації: 1. еволюційний, направлений на нарощування конкурентних переваг стабільно працюючого підприємства; 2. превентивний, направлений на недопущення кризових проявів; 3. кризовий, направлений покращення фінансового-економічного стану підприємства.

Такий підхід дозволяє визначити взаємозв'язок між причинами, напрямками, концепціями і видами реструктуризації, що дозволяє більш якісно обрати варіант реструктуризації підприємства найбільш ефективним способом.

8. За результатами аналізу, було запропоновано до складу функцій реструктуризації включати: прогнозування і планування, аналіз, організацію, контроль і облік. До елементів механізму реструктуризації підприємства запропоновано віднести: принципи, функції і засоби забезпечення. Було проведено обґрунтування поділу принципів реструктуризації на загальні і спеціальні. Загальні принципи визначають контур управлінського процесу, а спеціальні принципи визначають особливості і відмінності самого процесу реструктуризації підприємства.

Визначено модель процесу реструктуризації підприємства, яка має містити чотири логіко-компонентні етапи оцінки потреби в реструктуризації, підготовки до реструктуризації, проведення реструктуризаційних дій та оцінка отриманих результатів.

Результати дослідження, які визначають науковий внесок здобувача і визначають наукову новизну дисертаційної роботи представлені в наступному ряді публікацій: [30, 42, 84, 121, 122, 125, 157, 178, 182, 185, 186].

Список використаних джерел до розділу 1

1. Уильямсон О.И. Экономические институты капитализма. Фирмы, рынки, отношенческая контрактация / Научное редактирование и вступительная статья к. э. н. В.С. Катькало ; пер. с англ. Санкт-Петербург : Лениздат; SEV Press, 1996. 702 с.
2. Мексон М., Альберт М., Хедоури Ф. Основы менеджмента : пер. с англ. И. О. Медведь. 3-е изд. Москва : ООО «И.Д.Вильямс», 2007. 672 с.
3. Белоусенко М. В. Общая теория экономической организации. Организационная эволюция индустриальной экономики : монография. Донецк : ДонНТУ, 2006. 429 с.
4. Нельсон Р., Уинтер С. Эволюционная теория экономических изменений. Москва : ЗАО «Финстатинформ», 2000. 474 с.
5. Стратегічне управління знаннями підприємства : монографія / А. П. Наливайко та ін. ; за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. А. П. Наливайка. Київ : КНЕУ, 2014. 445 с.
6. Стивенсон В. Дж. Управление производством. Москва : Лаборатория Базовых Знаний, 1999. 928 с.
7. Омеляненко Т.В. Виробнича стратегія підприємства : монографія. Київ : КНЕУ, 2013. 277 с.
8. Назарова Г. В., Іванісов О. В., Доровської О. Ф. Управління розвитком діяльності промислових підприємств : монографія. Харків : Вид. ХНЕУ, 2010. 240 с.
9. Кизим М. О., Пилипенко А. А., Ялдин І. В. Управління створенням і розвитком видатної корпорації : монографія. Харків : Инжек, 2007. 208 с.
10. Трансформація підприємств: економічна оцінка та побудова систем менеджменту : монографія / О.Є. Кузьмін, А.С. Мороз, Н.Ю.

Подольчак, Р.В. Шуляр ; за ред. д-ра екон. наук, проф. О.Є. Кузьміна. Львів : Видавництво Львівської політехніки, 2005. 336 с.

11. Ареф'єв С. О. Реструктуризація підприємства: підходи, сутність, складові. Менеджер. 2014. № 2. С. 129-134.

12. Балуква В. А. Методология корпоративного подхода к реструктуризации промышленных предприятий в условиях российской экономики : монография. Санкт-Петербург : СПбГИЭУ, 2002. 204 с.

13. Жилінська Л.О. Теорія, методологія та практика управління розвитком промислових підприємств : монографія. Маріуполь : ДВНЗ «ПДТУ», 2015. 328 с.

14. Гавриш О. А., Іванова Т.В. Механізм реструктуризації промислових підприємств. URL: <http://economy.kpi.ua/ru/node/272>

15. Чернявська Є.І. Реструктуризація підприємства: політекономічні аспекти : автореф. дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.01. Донецьк, 2009. 36 с.

16. Beishaar V., Knight J., Wassenaar A. Deals that create value. The McKinsey Quarterly. 2010. №1. 78 p.

17. Demzet H., Lehn K. Structure of corporate ownership: Causes and consequences. Journal of Political Economy. 1995. Vol. 93, №6. P. 1155–1177.

18. Якубенко В. Д. Базисні інститути у трансформаційній економіці : монографія. Київ : КНЕУ, 2004. 252 с.

19. Субботин А. К. Границы рынка глобальных компаний. Москва : Едиториал УРСС, 2004. 328 с.

20. Мазур И. И. Реструктуризация предприятий и компаний : справочное пособие / И.И. Мазур, В.Д. Шапиро. – Москва : Высшая школа, 2000. 587 с.

21. Мазур И. И., Шапиро В. Д. Реструктуризация предприятий и компаний. Москва : Экономика, 2001. 456 с.

22. Аистова М. Д. Реструктуризация предприятий: вопросы управления. Стратегии, координация структурных параметров, снижение

сопротивления преобразованиям : монография. Москва : Альпина Паблишер, 2002. 287 с.

23. Андрієвська Є. В. Поняття та сутність процесу реструктуризації промислових підприємств. Вісник соціально-економічних досліджень. 2010. № 39. С. 9-14.

24. Довгань Л. С., Пастухова В. В., Савчук Л. М. Управління корпораціями : монографія. Київ : ІВЦ «Політехніка», 2004. 236 с.

25. Хаммер М., Чампи Дж. Реинжиниринг корпорации. Манифест революции в бизнесе : пер. с англ. С.-Петербург : С.-Петербургский университет, 1999. 332 с.

26. Маркіна І. А., Бортник І. В. Генезис поняття «реструктуризація системи управління підприємством». Економіка Криму. 2012. № 3. С. 166-170.

27. Галушко А. В. Управління реструктуризацією великих акціонерних товариств : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.06.01. Харків, 2003. 19 с.

28. Кравченко С. А. Адаптація економічного механізму функціонування підприємств к умовам ринка : монографія. Київ : ННЦ ИАЭ, 2008. 444 с.

29. Міценко Н.Г. Стратегія реструктуризації машинобудівних підприємств за умов інституційних перетворень. Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. 2014. № 4. Т.3. С. 89-93.

30. Македон В.В. Організаційне наповнення процесів корпоративної інтеграції у формі операцій злиттів та поглинань. Бюлетень міжнародного Нобелівського форуму. 2011. №1(4). С. 247–253.

31. Динз Г., Крюгер Ф., Зайзель С. К победе через слияние. Как обратит отраслевую консолидацию себе на пользу. Москва : Альпина Бизнес Букс, 2004. 256 с.

32. Большой экономический словарь / под ред. А. Н. Азрилияна. 7-е изд., доп. Москва : Ин-т новой экономики, 2007. 1472 с.

33. Бондар Т. В. Інтерпретація поняття «реструктуризація» промислових підприємств з позицій загальносистемного підходу. Вісник СумДУ. Серія. Економіка. 2011. № 2. С. 80-86.
34. Коноплицький В. А., Філіна Г. І. Економічний словник. Тлумачно-термінологічний. Київ : КНТ, 2007. 580 с.
35. Зікій Н. Л. Еволюційний шлях розвитку поняття «реструктуризація підприємства» та його характерні ознаки. Економічний простір. 2015. № 97. С. 172-180.
36. Наказ Фонду державного майна України «Про затвердження Положення про порядок реструктуризації підприємств» від 12 квітня 2002 р. № 667 URL: <http://www.dinai.kiev.ua>. – (Зі змін. та допов.).
37. Наказ Агентства з питань запобігання банкрутству підприємств та організацій «Прозатвердження Методики розробки планів реструктуризації державних підприємств та організацій» від 2 червня 1997 р. № 73 URL: <http://www.dinai.kiev.ua>.
38. Наказ Міністерства економіки України «Про затвердження Методичних вказівок щодо проведення реструктуризації державних підприємств» від 23 січня 1998 р. № 9 URL: <http://www.dinai.kiev.ua>.
39. Крисько Ж. Л. Адаптація підприємства до зовнішнього середовища через механізм реструктуризації. Галицький економічний вісник. 2009. № 2. С. 38-42.
40. Юшачков И. А. Реструктуризация предприятия как инструмент развития бизнеса. Studium. 2009. №2 (11). URL: <http://www.sarki.ru/studium.htm>
41. Редькін О., Реген В., Хрущ Н. Сучасні стратегії та технології корпоративного управління : монографія. Одеса : Евен, 2004. 216 с.
42. Македон В.В. Сучасні напрями інноваційного та інфраструктурного розвитку промислових підприємств. Проблеми формування та розвитку інноваційної інфраструктури: європейський вектор – нові виклики та можливості : тези доп. учасників III Міжнар. наук.-практ.

конф., 14–16 травня 2015 р., м. Львів. Львів : НУ «Львівська політехніка», 2015. С. 228-229.

43. Коваленко О.В., Калита В.І. Стратегія діяльності підприємства як генеральна програма розвитку. Проблеми системного підходу в економіці. 2016. Вип. 54. С. 35-39.

44. Селіверстова Л. С. Реструктуризація як засіб подолання кризових явищ на підприємстві. Актуальні проблеми економіки. 2016. № 4. С. 37-44.

45. Пономаренко В. С., Раєвнева О. В., Степурина С. О. Корпорації та інтегровані структури: проблеми науки та практики : монографія. Харків : ВД «ІНЖЕК», 2007. 344 с.

46. Водачек Л. П. Реструктуризация – вызов чешским предприятиям. Проблемы теории и практики управления. 2010. № 1. С. 84-89.

47. Евсеев А. С. Стратегия реструктуризации предприятий в условиях кризисной ситуации. Проблемы теории и практики управления. 2009. № 3. С. 109-113.

48. Вятрович О. Реструктуризація як важливий спосіб забезпечення життєдіяльності підприємства. Економіст. 2011. № 7. С. 40-42.

49. Szulz W., Garbarz B., Paduch J. Przebieg i wyniki restrukturyzacji przemyslu stalowego w Polsce. Prece IMZ. 2011. Nr. 4. P. 40-51.

50. Hamilton G., Hill M., Knirsch P., Zaleski E. Red Transnational or Red Herrings New Yourk, 2007. 518 p.

51. Цвайг Х. І. Реструктуризація підприємств як фактор підвищення ефективності їх роботи в умовах кризи. Вісник Львівської комерційної академії. Серія економічна. 2013. Вип. 43. С. 66-70.

52. Стенді Д. Корпоративне управління: вдосконалення методів організації роботи корпорацій. Економічні реформи сьогодні. 1999. №25. С. 12-18.

53. Аксенов П. В. Реструктуризация как способ обеспечения устойчивости развития компании. Наука. 2012. №4 (73). С. 74-77.

54. Вакульчик О. М. Корпоративне управління: економіко-аналітичний аспект. Дніпропетровськ : Пороги, 2003. 256 с.
55. Гурков И. Б. Стратегия и структура корпорации : монография. Москва : «Дело», 2006. 320 с.
56. Кирчата І. М. Реструктуризація підприємства як основний інструмент його реформування. Проблеми і перспективи розвитку підприємництва. 2014. № 1. С. 180-182.
57. Васьковська Я. В. Реструктуризація потенціалу діяльності підприємств машинобудування : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.04. Київ, 2010. 23 с.
58. Височин І.В. Реструктуризація підприємства як економічна категорія. Наукові праці ДонТУ. Серія: економічна. 2004. Вип. 75. С. 160-165.
59. Галелюк М. М., Погоріляк О. О., Мартинюк А. В. Реструктуризація підприємств як інструмент антикризового управління. Наукові записки Львівського університету бізнесу та права. 2012. Вип. 9. С. 275-278.
60. Дубницький В. І. Реструктуризація в управлінні машинобудівними підприємствами як інструмент забезпечення їх стратегічної стійкості. Економіка: реалії часу. Фаховий електронний науковий журнал. 2014. № 6 (16). С. 28-33.
61. Ruback R.S. An Overview of Takeover Defenses. Working Paper. In A.J. Auerbach (ed.). Chicago IL : Mergers and Acquisitions University of Chicago Press, 1998. P. 49-67.
62. Андрушків Б. Кирич Н., Погайдак О. Управління процесами реструктуризації промислових підприємств в умовах економічних реформ. Вісник економічної науки України. 2012. № 1. С. 3-5.
63. Нифаева О. Концепция реструктуризации предприятия. Проблемы теории и практики управления. 2007. № 9. С. 99-105.
64. Weston J., Siu J., Johnson B. Takeovers, restructuring and corporate governance. New Jersey : Prentic Hall, Inc., Upper Saddle River, 2001. 690 p.

65. Осовська Г. В., Юшкевич О. О., Завадський Й. С. Економічний словник. Київ : Кондор, 2007. 358 с.
66. Vachon D. Mergers & Acquisitions. Riverhead Hardcover, 2007. 304 p.
67. Gaughan P. Mergers, acquisitions, and corporate restructuring. New Yourk : NY, Wiley, 2006. 578 p.
68. Гранди Т. Слияния и поглощения. Как предотвратить разрушение корпоративной стоимости, приобретая новый бизнес : пер. с англ. Москва : Эксмо, 2008. 240 с.
69. DePamphilis D. Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions. N.Y. : Academic Press, 2009. 800 p.
70. Динз Г., Крюгер Ф., Зайзель С. К победе через слияние. Как обратить отраслевую консолидацию себе на пользу. Москва : Альпина Бизнес Букс, 2004. 256 с.
71. Reed Stanley Foster, Alexandria Lajoux. The Art of M&A, 4th Ed. McGraw-Hill, 2007. 1100 p.
72. Krishnamurti C., Vishwanath S. R. Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring. Los Angeles : SAGE Publications, 2008. 412 p.
73. Morck R., Schleifer A., Vishney R. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. Journal of Financial Economics. 2006. № 20. P. 293–315.
74. Рудык Н. Б. Конгломеративные слияния и поглощения: книга о пользе и вреде непрофильных активов. Москва : Дело, 2005. 244 с.
75. Дубровский В. Ж., Романова О. А., Татаркин А. И., Ткаченко И. Н. Динамика корпоративного развития. Москва : Наука, 2004. 502 с.
76. Кизим М. О. Промислова політика та кластеризація економіки України : монографія. Харків : ВД «ІНЖЕК», 2011. 304 с.

77. Семенов А.Г., Беженар Ю.М. Оцінка фінансового стану промислового підприємства. Держава та регіони. Серія : Економіка та підприємництво. 2016. № 4-5. С. 48-54.
78. Сарапіна О.А. Фінансова реструктуризація в системі стратегічного управління підприємств харчової промисловості. Економічна та продовольча безпека України. 2015. № 3-4. С. 17-23.
79. Стратегічне управління знаннями підприємства : монографія / А. П. Наливайко та ін. ; за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. А. П. Наливайка. Київ : КНЕУ, 2014. 445 с.
80. Астапова Г. В. Організаційно-економічний механізм корпоративного управління вітчизняними підприємствами : монографія. Київ : НАУ, 2006. 244 с.
81. Булеев И. П., Богачев С. В., Мельникова М. В. Промышленные корпорации: особенности развития и принятия решений. Донецк : ИЭП НАН Украины, 2002. 116 с.
82. Глущенко В. В. Інтегровані структури суб'єктів господарювання: визначення, сучасний стан функціонування та розвиток. Харків : СПД ФО Лібуркіна Л.М., 2005. 64 с.
83. Чернявский Ю. М., Чикишева Н.М. Формирование механизма реструктуризации с целью повышения эффективности и конкурентоспособности. Санкт-Петербург : Изд-во СПбГУЭФ, 2002. 141 с.
84. Македон В.В. Розробка стратегії розвитку промислового підприємства. Збірник наукових праць. Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності. 2013. Т.1. Випуск 1. С. 366-370.
85. Гейц В. М. Перехідна економіка. Київ : Вища школа, 2003. 591 с.
86. Азроянц Э. А. Холдинги. Холдинговые компании: особенности, опыт, проблемы, перспективы. Москва : НИИУ, 1992. Кн. 1. 122 с.
87. Будзан Б. Менеджмент в Україні: сучасність і перспективи. Київ : Видав. Соломії Павличко «Основи», 2001. 349 с.

88. Коваленко О.В., Примаченко Т.А. Ефективна операційна діяльність як складник успіху сучасного промислового підприємства. Економічний вісник Запорізької державної інженерної академії. 2017. Вип. 5(2). С. 18-21.
89. Бунина Е. Н. Реструктуризация предприятий в условиях трансформационных преобразований переходной экономики. Вісн. Харків. нац. ун-ту ім. В.Н. Каразіна. Серія: Екон. 2002. № 564. С. 80-84.
90. Віскузі В. Кіп., Джон. М. Верной, Джозеф Е. Гарингтон (мол.) Економічна теорія регулювання та антимонопольна політика : пер. з англ. / наук. ред. пер. та авт. передм. О. Кілієвич. Київ : Вид-во Соломії Павличко «Основи», 2004. 1047 с.
91. Ендовицкий Д.А. Комплексный анализ и контроль инвестиционной деятельности: методология и практика / под ред. Л. Т.Гиляровской. Москва : Финансы и статистика, 2001. 400 с.
92. Макконнелл К. Р., Брю С. Л. Экономикс. Москва : Инфра-М, 2009. 944 с.
93. Абалкин Л. И. Новый тип экономического мышления. Москва : Экономика, 1987. 189 с.
94. Кизим Н. А., Жихарцев В. В. Проблемы проведения реструктуризации промышленных предприятий в Украине : монография. Харьков : ИД «ИНЖЭК», 2009. 184 с.
95. McKinsey Quarterly is the business journal of McKinsey & Company. Corporate finance. URL: http://www.mckinseyquarterly.com/Corporate_Finance/M_A
96. Гусаков С. І. Реструктуризація корпоративного сектора національної економіки: зміст та механізми здійснення. Аспекти публічного управління. 2016. № 35-36. С. 42-53.
97. Аксенова Е. Этапы большого пути. Журнал Управление компанией. 2008. №03 (82). с. 44-47.

98. Андрушків Б. М., Кирич Н. Б., Погайдак О. Б., Мельник Л. М. Інноваційно-технологічне реформування промислових підприємств – основа підвищення їх конкурентоспроможності (європейські акценти). Держава та регіони. Сер.: Економіка та підприємництво. 2014. № 2. С. 4-13.
99. Зуєва Л. С., Архипчук Е. І. Економічний механізм реструктуризації підприємств. Економіка. Фінанси. Право. 2004. № 10. С. 3-8.
100. Банкрутство і санація підприємства: теорія і практика кризового управління : монографія / Т. С. Клебанова, О. М. Бондар, О. В. Раєвнева та ін. за ред. О. В. Мозенкова. Харків : ИД «ИНЖЭК», 2003. 271 с.
101. Каїра З. С. Реструктуризація виробничої потужності у стратегічних планах корпорації. Менеджер. 2014. № 2. С. 44-49.
102. Жилінська Л.О. Сучасні підходи до оцінки рівня розвитку промислових підприємств. Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності : Збірник наукових праць. 2015. Вип. 1(11), Т.1. С. 41-46.
103. Осовська Г. В., Юшкевич О. О., Завадський Й. С. Економічний словник. Київ : Кондор, 2007. 358 с.
104. Отенко И. П., Москаленко Н. А. Организационно-экономический механизм реструктуризации предприятия : монография. Харьков : ХНЭУ, 2005. 216 с.
105. Білик М. Сутність та класифікація реструктуризації державних підприємств. Економіст: наук. журнал. 2000. № 1. С. 96-99.
106. Бояринова І. О. Теоретико-методичні підходи до визначення поняття «реструктуризація». Вісник Сумського національного аграрного університету. Серія: Економіка і менеджмент. 2012. Вип. 8. С. 19-24.
107. Жихарцев В. В. Класифікація видів і форм реструктуризації. Економіка: проблеми теорії та практики : зб. наук. пр. 2009 Вип. 249: В 6 т. Т. II. Дніпропетровськ : ДНУ. С. 458-462.

108. Данілова Е. І., Передерій В. В. Реструктуризація, як елемент процесу адаптації вітчизняних підприємств до умов ринку ЄС. Економіка. Фінанси. Право. 2015. № 3(1). С. 7-18.
109. Винокурова О. І. Аналіз сучасних проблем реструктуризації підприємств в Україні. Вісник соціально-економічних досліджень : зб. наук. пр. Одеса : Одеський національний економічний університет. 2017. № 1 (62). С. 71-76.
110. Вікнянська О. М., Роскрут Н. О. Поняття реструктуризації промислових підприємств. URL: http://www.rusnauka.com/4_SND_2013/Economics/10_128664
111. Мысаченко В., Игнатов С. Классификация видов реструктуризации предприятий и их особенности. Бизнес в законе. Экономико-юридический журнал. 2011. №4. С. 253-256.
112. Борисюк Н. К. Реструктуризация предприятий: теория и практика. Вестник ОГУ. 2011. №13 (132). С. 62-66.
113. Кизим М. О. Промислова політика та кластеризація економіки України : монографія. Харків : ВД «ІНЖЕК», 2011. 304 с.
114. Афонін А., Нестерчук В. П. Технологія реструктуризації підприємства. Київ : Вид-во Європ. ін-ту фінансів, інформ. систем, менеджм. і бізнесу. 2000. 72 с.
115. Бабій І. В. Організаційно-економічний механізм реструктуризації в антикризовому управлінні підприємством : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.04. Хмельницький, 2012. 21 с.
116. Великий Ю.В. Інноваційна реструктуризація машинобудівних підприємств. Наукові праці Чорноморського державного університету імені Петра Могили комплексу «Києво-Могилянська академія». Серія: Економіка. 2012. Т. 189, Вып. 177. С. 78-80.
117. Гарафонова О. І. Реструктуризація та реінжиніринг бізнес-процесів – напрями проведення організаційних змін в умовах подолання

системної кризи на підприємстві. Вісник Київського національного університету технологій та дизайну. 2014. № 1. С. 215-225.

118. Гріньов А. В. Інноваційний розвиток машинобудівних підприємств: концепція, методологія, стратегічне управління. Харків : ВД «ІНЖЕК», 2003. 308 с.

119. Гриценко Л. Л., Ісаєва О. В. Підходи до класифікації форм і видів реструктуризації підприємств. Актуальні проблеми економіки. 2011. №4 (118). С. 111-116.

120. Денисова Е. И. Механизм реструктуризации как способ адаптации предприятия к изменениям внешней среды. Вестник ОГУ. 2008. № 8. С. 81-86.

121. Македон В.В. Развитие системы управления предприятием через слияние или поглощение. Проблеми інформаційно-статистичного дослідження розвитку економічних систем : тези доп. учасників Всеукр. наук.-практ. конф., 22-23 лютого 2007 р., м. Дніпропетровськ. Дніпропетровськ : ДНУ, 2007. С. 96-97.

122. Македон В.В. Інноваційні підходи реструктуризації промислових підприємств: теорія, методологія, практика : монографія. Запоріжжя : Видавничий дім «Гельветика», 2018. 514 с.

123. Апатов А. А. Управление реструктуризацией предприятий. Москва : Высш. шк. приватизации и предпринимательства, 2005. 258 с.

124. Голіков В. І. Розвиток корпоратизму і корпоративних відносин в економіці України. Київ : Ін-т екон. прогнозування, 2002. 304 с.

125. Македон В.В. Місце М&А серед інших зовнішньоекономічних стратегій підприємств. Формування нового світового економічного порядку : тези доп. учасників Міжнар. наук. конф. мол. вчен., 14-15 травня 2009 р., м. Тернопіль. Тернопіль : ТНЕУ, 2009. С. 299-302.

126. Микитенко В. В., Алимов О.М. Технології управління реструктуризацією промисловості та стратегічним потенціалом України. Національне господарство України: теорія та практика управління :

електронне наукове фахове видання. 2011. № 1(1). URL: http://www.nbuuv.gov.ua/e-journals/NacGosp/2011/Alimov_Mikitenko.pdf.

127. Назарова Г.В. Організаційні структури управління корпораціями : монографія. 2-ге вид., допов. і переробл. Харків : ІНЖЕК, 2004. 420 с.

128. Носова О.В. Система корпоративного управління в умовах інституціонально-риночної трансформації. Інституціональна архітектура і динаміка економічних перетворень / под. ред. д-ра екон. наук А.А. Гриценко. Харків : Форт, 2008. 928 с.

129. Гриффін Р., Пастей М. Міжнародний бізнес : пер. з англ. / под ред. А.Г. Медведєва. 4-е изд. Санкт-Петербург : Пітер, 2006. 1088 с.

130. Рише К. Реорганізація фірм і промислова політика в країнах з перехідною економікою. Проблеми теорії і практики управління. 2001. № 6. С. 25-32.

131. Рудінська О. В., Яроміч С. А., Молоткова І. О. Менеджмент: Теорія менеджменту. Організаційна поведінка. Корпоративний менеджмент. Київ : Ельга, Ніка-Центр, 2002. 336 с.

132. Редькін О. С., Реген В., Хрущ Н. А. Сучасні стратегії та технології корпоративного управління : монографія. Одеса : «Евен», 2004. 216 с.

133. Букреев А. М., Кремер К. И., Дударев О. Е. Економічний механізм антикризового управління підприємством : монографія. Воронеж : Научная книга, 2007. 349 с.

134. Галелюк М. М., Погоріляк О. О., Мартинюк А. В. Реструктуризація підприємств як інструмент антикризового управління. Наукові записки Львівського університету бізнесу та права. 2012. Вип. 9. С. 275-278.

135. Комарецька П. В. Реструктуризація промислових підприємств в системі антикризового фінансового управління. Формування ринкових відносин в Україні. 2007. № 6. С. 61-64.

136. Моргулець О.Б. Реструктуризація підприємства як інструмент антикризового управління : автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.00.04. Київ, 2008. 20 с.
137. Перерва П. Г., Кобелева Т. О., ТОВАЖНЯНСЬКИЙ В. Л. Банкротство, санація та реструктуризація підприємства як економічні категорії антикризового управління. Вісник Національного технічного університету «ХПІ». Серія: Технічний прогрес та ефективність виробництва. 2015. № 59. С. 148-152.
138. Терещенко О. О., Волошанюк Н. В. Фінансові доміанти реструктуризації підприємств. Фінанси України. 2009. № 4. С. 82-90.
139. Щукін О.І. Маркетингова реструктуризація як антикризовий інструмент управління промисловим підприємством. Економічний вісник університету. 2016. Вип. 30(1). С. 108-112.
140. Лепьохіна І. О. Реструктуризація системи управління промислових підприємств в Україні : автореф. дис. ... канд. екон. Наук : 08.06.01. Запоріжжя, 2006. 20 с.
141. Мороз О. В., Карачина Н. П., Халімон Т. М. Корпоративне управління на підприємствах України: постприватизаційний етап еволюції : монографія. Вінниця : УНІВЕРСУМ-Вінниця, 2008. 180 с.
142. Маісурадзе М. Ю. Реструктуризація як один із заходів посилення економічної безпеки підприємств. Економіка. Управління. Інновації. 2012. № 1. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/eui_2012_1_31
143. Гамалій В.Ф., Кошик О. М., Легінькова Н. І. Реструктуризація суб'єктів реального сектору національної економіки. Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету. Економічні науки. 2013. Вип. 24. С. 36-47.
144. Леміш К. М. Основи формування механізму реструктуризації промислових підприємств. Економіка і регіон. 2010. № 25 (спец. вип. 2). С. 111-115.

145. Леміш К. М. Реструктуризація машинобудівних підприємств на основі аутсорсингу : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.04. Маріуполь, 2008. 18 с.
146. Лукьянихин В. А., Таранюк Л. Н. Методические подходы к реструктуризации предприятий. Механізм регулювання економіки, економіки природокористування, економіки підприємства та організація виробництва. 2002. № 1-2. С. 201-206.
147. Міхель Р.В. Реалізація програм реформування промисловості Польщі: висновки для України. Економічний аналіз : зб. наук. пр. / редкол.: О. В. Ярощук (голов. ред.) та ін. Тернопіль: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2016. Том 25. № 1. С. 51-57.
148. Ганущак-Єфіменко Л. М. Економічна інтеграція як основа розвитку підприємств малого і середнього бізнесу. Актуальні проблеми економіки. 2013. № 3. С. 70-77.
149. Roe M. Political and legal restraints on ownership and control of public companies. Journal of Financial Economics. 2000. Vol.27. №1. P.73–82.
150. Чейз Ричард Б., Эквилайн Николас Дж., Якобс Роберт Ф. Производственный и операционный менеджмент. Москва : «ИД «Вильямс», 2007. 1184 с.
151. Буравлев А. И., Горчица Г. И., Саламатов В. Ю., Степановская И. А. Стратегическое управление промышленными предприятиями и корпорациями: методология и инструментальные средства. Москва : Издательство Физико-математической литературы, 2008. 176 с.
152. Гостева І.С. Поняття та види інтегрованих підприємств. Економіка. Менеджмент. Підприємництво : зб. наук. пр. 2009. Вип. 20. Луганськ : СНУ ім. В. Даля. с. 229-237.
153. Домбровська С. І., Сиволап Т. Г. Проблеми розвитку української економіки та фінансова реструктуризація промислового комплексу в Україні. Інвестиції: практика та досвід. 2014. № 8. С. 96-98.

154. Дорофєєва Г. А., П'янова А. О. Практика здійснення реструктуризації підприємств: вітчизняний та зарубіжний досвід. Економіка промисловості. 2011. № 1. С. 97-103.

155. Дорофєєва Г. А. Реструктуризація підприємств як стратегічна альтернатива подолання кризових явищ в економіці. Економіка промисловості. 2010. № 3. С. 85-93.

156. Єфімова Г. В. Передумови та концепція реструктуризації промислових підприємств. Економічні інновації. Одеса : ІПРЕЕД, 2010. № 41. С. 97-103.

157. Македон В.В. Механізм злиттів та поглинань як спосіб системного розвитку компаній. Проблеми економіки підприємств в сучасних умовах : тези доп. учасників VII Міжнар. наук.-практ. конф., 19-21 травня 2011 р., м. Київ. Київ : НУХТ, 2011. С. 186-187.

158. Створення інтегрованих систем як шлях адаптації підприємств до змін у ринковому середовищі / Механізми стабілізації й розвитку діяльності підприємств : монографія / Міценко Н. Г., Березін О. В., Гросул В. А. та ін. ; під ред. О. О. Шубіна, Л. В. Фролової. Донецьк : вид-во «Ноулідж» (донецьке відділення), 2013. 513 с.

159. Проектирование интегрированных производственно-корпоративных структур: эффективность, организация, управление / С. Н. Анисимов, А. А. Колобов, И. Н. Омельченко и др. ; под ред. А. А. Колобова, А. И. Орлова. Москва : Изд-во МГТУ им. Н. Э. Баумана, 2006. 728 с.

160. Прохорова В. В. Реструктуризація організаційно-господарської діяльності підприємства в умовах трансформаційної економіки : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.06.01. Харків, 2001. 20 с.

161. Захарченко В. И., Борисов О. Г., Меркулов Н. Н. Реструктуризация машиностроительного производства : монография. Одесса : Феникс, 2006. 104 с.

162. Свечкіна А. Л., Коршуневська Г. В. Реструктуризація підприємств в умовах трансформації економіки України. Економіка промисловості. 2010. № 3. С. 80-84.

163. Тараєвська Л.С. Реструктуризація промислових підприємств як одна з передумов використання засад екологічного менеджменту. Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство. 2016. Вип. 6(3). С. 78-81.

164. Поважний А. С. Становлення і розвиток ефективного корпоративного управління. Донецьк : ІЕП НАН України, 2003. 16 с.

165. Риженков О.М. Організаційно-економічний механізм реструктуризації великого промислового комплексу : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.06.01. Донецьк, 2004. 20 с.

166. Рудковська О. Л. Реструктуризація підприємства як один із шляхів виходу з кризового стану. Вісник Вінницького політехнічного інституту. 2012. № 4. С. 62-65.

167. Современные технологии управления промышленным предприятием : монография / А. Э. Воронкова, А. В. Козаченко, С. К. Рамазанов, Л. Е. Хлапенков ; Киев : Либра, 2007. 256 с.

168. Скочиляс С. Реструктуризація підприємств в умовах трансформації економіки. Економічний аналіз : зб. наук. пр. 2009. Вип. 4. С. 300-303.

169. Каїра З. С. Реструктуризація виробничої потужності у стратегічних планах корпорації. Менеджер. 2014. № 2. С. 44-49.

170. Грицина В. В. Особливості корпоративної реструктуризації в сучасних умовах. Науковий вісник Херсонського державного університету. 2013. Вип. 1. С. 64-66.

171. Жихарцев В. В. Обґрунтування доцільності проведення реструктурування підприємств машинобудування в Україні. Збірник наукових праць «Моделювання регіональної економіки». Івано-Франківськ : Плай, 2007. № 2(10). С. 86-96.

172. Шиманська В.В. Реструктуризація: концептуальні основи дослідження сутності економічної категорії та світоглядно-методологічне трактування базового категоріального апарату. Вісник Київського інституту бізнесу та технологій. 2015. Вип. 3. С. 105-110.

173. Шиманська В.В. Дослідження генези розвитку та класифікаційних ознак економічної категорії «реструктуризація підприємства». Вісник Київського інституту бізнесу та технологій. 2016. Вип. 1. С. 104-107.

174. Фесюра М. В. Ліквідація, реорганізація, банкрутство підприємства, установи, організації в сучасний період: поняття та юридична сутність. Публічне право. 2013. № 1. С. 310-317.

175. Деркач М. І. Об'єднання підприємств як інструмент підвищення конкурентоспроможності. Актуальні проблеми економіки. №6. 2006. С. 57-63.

176. Виноградова О. В. Реінжиніринг бізнес-процесів у сучасному менеджменті. Донецьк : ДонДУЕТ ім. М. Туган-Барановського, 2005. 196 с.

177. Ковалев А. И. Управление реструктуризацией предприятия. Киев : АВРИО, 2006. 367 с.

178. Македон В.В. Принципи та організаційні складові інтеграційної політики компаній у міжнародних моделях корпоративного управління : монографія. Дніпропетровськ : Вид-во ДУЕП, 2011. 396 с.

179. Ращупкина В. Н. Методология управления процессами реорганизации предприятий : монография. Макеевка, 2008. 180 с.

180. Czinkota M. R., Ronkainen I. A., Moffett M. H. International Business. 3-ed. Orlando : The Dryden Press, 2002. 748 p.

181. Якутин Ю.В. Условия повышения эффективности интеграционного взаимодействия в корпоративных структурах. В кн. Корпоративные проблемы экономического реформирования России : Сб. науч. трудов / под общ. ред. Винслава Ю.Б. Москва : ОАО «НПО «Экономика», 2005. 183 с.

182. Македон В.В. Світовий досвід використання акціонерного капіталу в розвитку інтеграційних процесів підприємств. Теорія і практика сучасної економіки : тези доп. учасників XI Міжнар. наук.-практ. конф., 6-8 жовтня 2010 р., м. Черкаси. Черкаси : ЧДТУ, 2010. Т.2. С. 81–83.

183. Чупріна М.О. Використання іманентної особливості потенціалу соціально-економічних та організаційних змін в контексті реструктуризації підприємств : монографія. Формування потенціалу соціально-економічних та організаційних змін ; за заг. ред. І.А. Ігнат'євої, В.В. Микитенко. Київ : РВПС України НАН України і КНУТД МОНмолодьспорту України; Вид-во ПП Вишемирський В.С., 2010. 694 с.

184. Лессер Б. Корпоративне управління і державний сектор. Корпоративне управління в Україні в сучасних умовах / за заг. ред. І. Розпустенка та Б. Лессера. Київ : «К.І.С.», 2004. 306 с.

185. Македон В.В. Салига К.С. Методичний інструментарій реалізації проекту реструктуризації на промисловому підприємстві. Збірник наукових праць. «Проблеми системного підходу в економіці». 2017. Випуск 4 (60). С. 105-110.

186. Македон В.В., Валиков В.П., Бондар В.П. Організаційне забезпечення реструктуризації промислових підприємств. Європейський вектор економічного розвитку. 2017. №1 (22). С. 45-59.

187. Makedon V.V. Mergers and acquisitions strategies: the importance of understanding organizational culture. CIS: history, today, prospects: Conference proceedings : December 30, 2013., Sheffield. Sheffield, Great Britain : publishing office SCOPE ACADEMIC HOUSE, 2013. P. 35-38.

188. Хейфец Б. А., Либман А. М. Корпоративная интеграция: Альтернатива для постсоветского пространства. Москва : Издательство ЛКИ, 2008. 160 с.

189. Козицька Г. В. Реструктуризація підприємств в умовах ринкових відносин : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.04. Маріуполь, 2008. 20 с.

190. Термоса І.О. Виокремлення економічної категорії «реструктуризація» серед інших організаційно-правових та економічних процесів на підприємстві. Вісник Харківського національного аграрного університету ім. В. В. Докучаєва. Сер.: Економічні науки. 2013. № 8. С. 260-270.
191. Довбня С. Б. Определение этапов реструктуризации промышленных предприятий в условиях трансформационной экономики. Бизнес Информ. Харьков, 2010. № 12. С. 46-49.
192. Ніценко В. С. Поняття реструктуризації у сучасній економічній думці. Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. 2009. № 6. Т. 2. С. 216-218.
193. Реструктуризація промисловості України у процесі посткризового відновлення : аналіт. доп. / О.В. Собкевич, А.І. Сухоруков, В.Г. Савенко, С.Л. Воробйов та ін. ; за заг. ред. Я.А. Жаліла. – Київ : НІСД, 2011. 112 с.
194. Твердомед О. Реорганізація підприємств: сутність, напрями і показники ефективності. Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. 2011. Вип. 121-122. С. 113-116.
195. Тешева Л. В., Канащенко А. М., Пужко А. О. Реорганізація підприємств, спрямована на укрупнення, як одна із форм реструктуризації. Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство. 2016. Вип. 6(3). С. 87-90.
196. Тимошик Л.П. Реструктуризація промислового виробництва (на прикладі гірничо-металургійного комплексу України) : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.07.01. Київ , 2005. 20 с.
197. Кирчата І. М., Шершенюк О. М. Реструктуризація в системі забезпечення конкурентної стійкості підприємства. Проблеми і перспективи розвитку підприємництва. 2011. № 1. С. 37-40.

198. Кирчата І. М., Шершенюк О. М. Реструктуризація підприємства на основі розвитку його конкурентного потенціалу. Проблеми і перспективи розвитку підприємництва. 2012. № 1. С. 9-13.

199. Кузьмін О. Є., Смиковчук Т. В. Класифікація видів реструктуризації підприємств. Вісник Національного університету «Львівська політехніка». 2012. № 727. С. 181-187.

200. Лепьохіна І. О. Сутність та зміст реструктуризації підприємства. Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво. 2006. № 3. С. 170-175.

201. Клішейко А. В. Реструктуризація промислового підприємства на основі реінжинірингових та організаційно-управлінських заходів : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.04. Одеса, 2007. 19 с.

202. Кузнецов В. А., Васильев Н. В. Подходы к оценке эффективности реструктуризации. Вестник Сибирского государственного аэрокосмического университета им. Решетнева. Новосибирск, 2006. С. 116-119.

203. Купріна Н. М., Степанова Г. В. Реструктуризація промислових підприємств: актуальні аспекти проведення. Економіка харчової промисловості. 2011. № 4. С. 20-22.

204. Клішейко А. В. Реструктуризація промислового підприємства на основі реінжинірингових та організаційно-управлінських заходів : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.04. Одеса, 2007. 19 с.

РОЗДІЛ 2

КОНЦЕПТ ІНТЕГРАЦІЙНОЇ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ В СИСТЕМІ ЖИТТЄВОГО ЦИКЛУ ПРОМИСЛОВОГО ПІДПРИЄМСТВА

2.1. Організаційно-економічний зміст інтеграційної реструктуризації на основі злиттів і поглинань

Корпоративний сектор світової економіки у період 80-90 рр. ХХ ст. ґрунтувався на принципах економії і компактності, гнучкості й маневреності. У наступному десятилітті ці принципи були доповнені положеннями про зростання й орієнтацію на експансію. Підприємства і компанії промислового сектора за рахунок пошуку нових ресурсів постійно підвищують ефективність своєї діяльності і розширюють її масштаби. Відповідно до цього виокремилися варіанти зростання, які мають кардинальні відмінності у концепції поведінки суб'єктів господарювання [1]:

1. Підприємство розвивається шляхом збільшення і розширення власних майнових комплексів і сфер впливу.
2. Підприємство зростає у кількісному і якісному вимірах, встановивши контроль за зовнішньою структурою.

Відповідно, підприємство має внутрішній і зовнішній потенціали зростання. Реалізація першого відбувається за рахунок інновацій, операційної ефективності, зростання прибутковості наявних активів. Зовнішнє зростання відбувається шляхом трансформації суб'єкта господарювання – злиття чи поглинання. Якщо підприємство обирає варіант зростання за рахунок внутрішньосистемного потенціалу, то форми власності і виробництва не змінюються. При зовнішніх перетвореннях змін за окресленими позиціями не уникнути.

У сучасних економічних умовах України процеси інтеграційної реструктуризації суб'єктів господарювання відбуваються через акціонерний

ринок. Завдяки укладанню угод про злиття/поглинання промислові підприємства вирішують низку важливих стратегічних завдань: досягають ефекту масштабування, розширюють сфери своєї діяльності, зміцнюють і посилюють існуючі позиції на ринку або переходять до нових, більш перспективних ніш, отримують доступ до нових технологій. При позитивному ефекті від об'єднання господарюючий суб'єкт збільшує свою фінансову потужність. Чітко побудована модель реструктуризації стає обов'язковою частиною стратегії корпоративного зростання. Такий напрям реструктуризації ми пропонуємо називати «інтеграційним».

У науковій економічній літературі вже стало нормою вживати поняття «злиття» (merger) і «поглинання» (acquisition) як єдине ціле, у нероздільній зв'язці (mergers & acquisitions, або аббревіатурою M&A). Це пояснюється специфічністю форм корпоративної реструктуризації і трансформацій. Для позначення подібних процесів перетворення підприємств економісти використовують також поняття «інтеграційна реструктуризація» (IP). Ця категорія вживається ними як синонім злиття/поглинання або разом з цим терміном як характеристика одного економічного явища. Однак, на нашу думку, ці поняття ототожнювати не слід, адже це часто вводить в оману і спричиняє плутанину. З огляду на вищевикладене вважаємо за доцільне проаналізувати й класифікувати існуючі в науковій літературі, теорії корпоративної реструктуризації та напрями досліджень угод злиттів/поглинань (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

**Класифікація напрямів досліджень процесів злиттів і поглинань
суб'єктів господарювання в економічній теорії**

Напрямок дослідження	Автори основних наукових праць	Найважливіші результати досліджень
1. Синергетична теорія	І. Ансофф [2], Д. Гупта [3], В.Б. Занг [4], М. Заппа [5], Ю.В. Ушкаренко [6].	Основна причина злиттів і поглинань полягає в прагненні отримати і максимізувати синергетичний ефект взаємодоповнюючої дії активів двох або декількох компаній / підприємств, що перевищує суму ефектів їх відокремлених економічних дій.

Продовження табл. 2.1

2. Економічна інтеграція	С. Бруско [7], М. Мексон, М. Альберт, Ф. Хедоурі [8], А.А. Пилипенко [9], М.Б. Рудик [10], Ф. Фіцрой [11].	Інтеграція виражається в розвитку взаємодій між її економічними одиницями при виробництві, розподілі, обміні і споживанні, виникненні нових формоутворень, зростанні цілісних властивостей систем з метою отримання максимального синергетичного ефекту. Інтеграційні функції злиттів і поглинань проявляються у встановленні зв'язків між раніше розрізненими елементами одиниць, що інтегруються; розширенні, поглибленні, посиленні, наданні систематичного характеру існуючим виробничо-технологічним зв'язкам, в об'єднанні капіталів і спільному використанні ресурсів.
3. Теорія диверсифікації	Г. Боднар [12], М. Грін [13], В. Мулкастер [14], Дж. Чілд [15].	Диверсифікація є проникненням корпорацій в сектори економіки, що не мають функціональної залежності або прямого виробничо-технологічного зв'язку від основної їх діяльності. В результаті диверсифікації корпорації / підприємства перетворюються в складні багатогалузеві комплекси або конгломерати.
4. Теорія корпоративних фінансів	З. Боді, А. Кейн, Дж. Алан Маркус [16], Р. Брейлі, С. Майерс [17], Е. Брігхем [18], Дж. К. Ван Хорн [19]	Процеси злиттів і поглинань є одним з ключових рішень довгострокової фінансової стратегії підприємства, що має більш складні, важко аналізовані, важко оцінювані кількісні ефекти у порівнянні із звичайними інвестиційними процесами.
4. Оцінка вартості підприємства / компанії	В. Берзакова, [20], М. Єнсен [21], Дж. Кіннунен [22], Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Муррін [23], Б Саймон [24].	Економічною метою злиттів і поглинань, що розглядаються як елемент корпоративної стратегії розвитку, є збільшення ринкової вартості (капіталізації) корпорації. Оцінка вартості розглядається як системний підхід до ухвалення управлінських рішень, що забезпечують можливість управляти ефективністю діяльності сучасної корпорації / підприємства.
5. Корпоративний контроль	Е. Кемпбелл, Л. Саммерс [25], Г. Мінцберг, Д. Куїнн, Б. Гошал [26], О.Є. Кузьмін [27], М. Портер [28], Дж. Салівен [29], Г. Сміт [30].	Під корпоративним контролем мається на увазі можливість визначати стратегію розвитку корпорації / підприємства і розпоряджатися її фінансовими і товарними потоками. Ринок корпоративного контролю служить максимально ефективному розподілу активів до найбільш ефективних власників, при цьому товаром на цьому ринку виступають права контролю над тими або іншими промисловими підприємствами. Процеси злиттів і поглинань є формою встановлення контролю над підприємством і/або його основними активами.

Джерело: Систематизовано автором

Зарубіжні автори розглядають процеси злиття і поглинання в межах теорії корпоративної реструктуризації, як один з її розділів. У видатній науковій праці Р. Брейлі і С. Майерса «Принципи корпоративних фінансів» [17] поняття «merger» (злиття) і «acquisition» (поглинання) перекладені одним терміном – «злиття». Автори подають процеси злиттів і поглинань як кроки довгострокової фінансової політики організації. Характеризуючи такі операції, Р. Брейлі і С. Майерс відзначають, що їх наслідки, на відміну від інвестування в нові виробничі потужності, важко проаналізувати і кількісно оцінити. Синонімом «поглинання» у згаданій праці виступає термін «придбання».

Американські дослідники Зві Боді, Алекс Кейн, Дж. Алан Маркус у своїй роботі «Принципи інвестицій» [16], яка написана відповідно до одного з курсів програми MBA, подають злиття і поглинання у межах фінансового менеджменту як рішення, що мають стратегічний характер. У перекладі термін «acquisition» вживається і на позначення придбання, і на позначення поглинання бізнесу.

Як сферу фінансового менеджменту процес злиттів і поглинань розглядає також найвідоміший фінансист-практик Дж. Ван Хорн у своїй роботі «Основи управління фінансами» [19]. Він відзначає, що ці явища є джерелом змін у структурі капіталу суб'єкти господарювання. Автор вважає поглинання компаній різновидом капіталовкладень. Однак, на відміну від звичайних інвестицій, при злиттях/поглинаннях складно визначити первинні витрати (вкладення), оскільки підприємства, що укладають угоду, виступають об'єктами торгу.

У дослідженні Т. Коупленда, Т. Коллера, Д. Мурріна представленого в науковій роботі «Вартість компаній: оцінка і управління» [23] злиття і поглинання розглядаються як етап реструктуризації, який спрямований на розширення меж компанії і збільшення її вартості на ринку. Такі процеси автори розглядають як «зовнішню альтернативу внутрішньому зростанню».

В науковій роботі Г. Баккера, Д. Хелмінка «Як успішно об'єднати дві компанії» [31] визначають угоди злиттів і поглинань, застосовуючи юридичний критерій. Вони виділяють три види юридичних процедур, які одне підприємство може застосувати при поглинанні іншого: 1) злиття чи консолідація; 2) придбання контрольного акціонерного пакета; 3) придбання активів. У той же час автори зазначають, що з економічного погляду відмінності між цими процедурами несуттєві. При злитті відбувається повне придбання однією компанією іншої. Перша залишається зі своєю назвою і нічого не втрачає при укладанні угоди, а остання юридично припиняє існувати. При консолідації утворюється нова компанія, а покупець і об'єкт купівлі самостійно перестають функціонувати.

У зарубіжній спеціалізованій літературі злиття подається як об'єднання компаній, що мають схожі економічні параметри. Тобто при укладанні угоди сторони перебувають у рівних умовах. В такому випадку дійсно йдеться не про придбання, а злиття рівноцінних і рівноправних суб'єктів. Подібним чином термін «злиття» трактується і деякими вітчизняними вченими. У дослідженні В.М. Гриньова, М.В. Новікова в роботі «Процес підготовки реструктуризації підприємств машинобудування: організація управління» [32] під злиттям, жорстким поглинанням і викупам у формі боргового фінансування розуміється наступний процес – це сплетена угода, після укладення якої права власності на корпорацію переходять до одного суб'єкта (покупця чи менеджменту нової утвореної компанії), цей процес супроводжує заміна керівництва на придбаному об'єкті і перегляд його виробничої та фінансової політики. На думку авторів, злиттям можна називати тільки «дружнє поглинання», яке схвалюють менеджери підприємства-мети.

Ряд авторів [1, 33, 34, 35, 36, 37] використовує термін «злиття» для позначення всіх угод щодо злиття/поглинання підприємств: поглинання (дружнє, недружнє, вороже), придбання основних або всіх активів підприємства-мети (у цьому випадку об'єднання не відбувається, компанія-

мета отримує кошти за свої активи, однак від неї залишається лише назва, зовнішня оболонка). Інша група дослідників [10, 15, 39] усі різновиди процесів ІР називає поглинаннями.

З проведеного в межах цього дисертаційного дослідження аналізу праць вчених-теоретиків і економістів-практиків у сфері формоутворення корпоративного сектора робимо висновок, що поняття «злиття» (merger) і «поглинання» (acquisition) чітко не розмежовуються.

Помічені нами розбіжності між цими поняттями впливає низка факторів. Відмінності зумовлені, по-перше, різноманітною діловою практикою – національною і міжнародною, різницею між трактуванням цих понять в академічному і правовому руслі, що обумовлюються специфікою національних законодавств. По-друге – запозиченням термінів з англійської мови, які неможливо адекватно перекласти іншими мовами і дати їм однозначне тлумачення. Поняттям «merger» позначають одночасно кілька процесів: поглинання через придбання акцій підприємства-мети або його капіталу, злиття, коли замість двох суб'єктів господарювання утворюється один, абсолютно новий, інший варіант – приєднання однієї компанії до іншої з повним припиненням існування приєданого об'єкта. Під терміном «acquisition» розуміють і придбання (акціонерного капіталу), і поглинання (корпорації), і отримання контролю на іншому підприємстві (controlling interest), зокрема і через придбання акцій.

Для того, щоб вирішити поставлені в цьому дисертаційному дослідженні завдання, автор буде дотримуватися тих визначень, які є загальноприйнятими серед економістів-теоретиків і у світовій практиці.

Під злиттям дисертант розуміє об'єднання двох чи декількох підприємств, на основі структур яких відбувається утворення нової, а суб'єкти господарювання перестають існувати самостійно. Так, при об'єднанні компаній X та Y з'являється новий гравець на ринку Z , де ($Z = X + Y$), а його «творці» ліквідуються або втрачають ринкову владу (рис. 2.1.).



Рис. 2.1. Графічна інтерпретація процесів злиття компаній/підприємств

Джерело: Побудовано автором

У правовому аспекті під злиттям автор розуміє об'єднання двох юридичних осіб, у результаті чого самостійні суб'єкти перестають існувати, а інтегроване підприємство утворює нову юридичну особу.

Практика зарубіжних країн показує, що злиттям може називатися і таке об'єднання, за якого один з учасників угоди не ліквідується, а інтегрує в собі інші підприємства, які припиняють своє існування: ($X = X + Y + Z$) (рис. 2.2.).

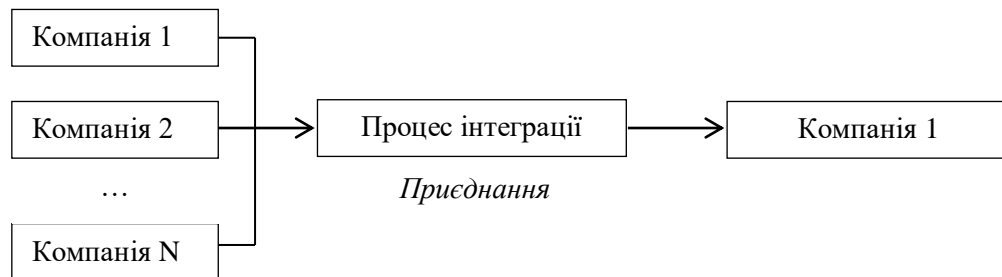


Рис. 2.2. Графічна інтерпретація процесів приєднання компаній/підприємств

Джерело: Побудовано автором

Поглинанням у цьому дослідженні дисертант пропонує вважати дії одних суб'єктів, які спрямовані на отримання часткових або повних прав контролю за іншими суб'єктами або їх активами. Також поглинання визначається як придбання поглиначом контрольного акціонерного пакета підприємства-мети, при цьому об'єднання в одну структуру не відбувається, компанії залишаються окремими юридичними особами.

В економічній теорії формоутворення і формоперетворення (трансформація форм) розглядаються в різних аспектах: щодо форм

власності, господарювання і виробництва (організація процесу). Формотворчі функції характеризуються процесами з подвійним інтеграційним (дезінтеграційним) реструктуризаційним потенціалом. У процесі реструктуризації посилюються інтеграційні тенденції, тому що підвищується рівень усупільнення виробництва [40].

Продовжуючи глибше досліджувати процеси злиттів і поглинань у теоретичному аспекті, можемо зробити уточнення щодо їх економічної природи і видових характеристик у контексті описаної вище родової спільності (у вигляді форм конкретизації процесів реструктуризації, що мають формоперетворюючий імпульс).

Якщо підійти до цієї проблеми з позиції методологічної чіткості, то можна сказати, що ці процеси є особливими різновидами процедури централізації капітальних активів, яка, у свою чергу, є специфічною формою централізації виробництва (що відрізняється від процесу концентрації капіталу). Способи реструктуризаційної централізації і децентралізації капітальних активів основних складових реального сектора економіки принципово відрізняються через те, що «чиста» концентрація капіталу полягає в його накопиченні через капіталізацію певного відсотка прибутку (додаткової вартості, за К. Марксом) [41]. Такий процес не залежить від зміни суб'єкта власності й господарювання, і здійснюється він для збільшення капітальних активів через їх накопичення, метою чого є розширене відтворення. Капіталізація може здійснюватися від одного циклу відтворення до іншого, тобто мати безперервний характер, а оскільки інституційні обмеження відсутні, його динаміка і характер залежать винятково від можливостей капіталізації частки прибутку (після того, як буде реалізовано імперативи репродуктивних функцій простого відтворення у межах особистого і продуктивного споживання підприємства). Результатом цього процесу є те, що господарюючий, виробничий суб'єкт (суб'єкт оптимізації виробництва) і суб'єкт власності не змінюється, а об'єкти таких

процесів (власності, господарювання, виробництва) після отримання розширювального імпульсу збільшуються в обсягах.

Процес централізації капітальних активів відрізняється від описаного вище шляху концентрації виробництва. При його здійсненні обов'язково відбувається зміна суб'єктивної визначеності об'єднаних форм власності, господарювання і виробництва (тобто компетенції, права, функції, які існували раніше між об'єктивними суб'єктами власності, господарювання і виробництва переходять до нового суб'єкта, який стає єдиним інтегратором цих процесів). Звичайно, відбуваються зміни масштабів інтегрованого об'єкта власності, господарювання і виробництва, його розмірів і об'ємів. За характером цей процес відрізняється від концентрації капіталу, бо проходить стрибкоподібно, дисперсно (тільки у випадку оптимальної ситуації та умов, які б дозволили здійснити такий інституційно-інтеграційний крок) [42]. Кількісні і якісні зміни, швидкість такого шляху формоутворення не можуть бути визначені можливостями капіталізації частки прибутку. З огляду на це такий процес зумовлює швидку частину концентрації виробництва, і обмежити його може лише економічний потенціал об'єднаних структур, формування яких відбувається при злитті чи поглинанні.

З цієї позиції злиття і поглинання постають у вигляді класичних моделей інтеграційно-реструктуризаційних процесів формоутворення і формоперетворення через концентрацію капітальних активів промислових суб'єктів господарювання. Такі процеси перетворюються на інституціональні інструменти, що служать ринковій трансформації системи власності, господарювання і виробництва.

Визначення процесів злиттів і поглинань як таких, що формують корпоративний сектор, передбачає попередній аналіз змісту їх інтеграційних функцій, сутність яких визначає процес інтеграції в цілому. На думку українських вчених-економістів О. Кузьміна і Р. Шулі, проявом інтеграції в економіці є взаємодія між елементами у процесах виробництва, розподілу, обміну, споживання, а також поява нових форм взаємодії, у результаті чого

зростають цілісні властивості системи [43, с. 28-29]. Економіст І.П. Отенко вважає, що одним з елементів усупільнення є процес концентрації, який проявляється не через внутрішній розвиток (накопичення), а через об'єднання існуючого капіталу та виробництва (централізація) і близький до поняття «економічна інтеграція» [44]. О.М. Колосов називає економічну інтеграцію особливою складною формою усупільнення праці і виробництва, а також реструктуризаційної активності, якісно новою структурою, що має загальну цільову функцію, виникнення якої зумовлює розвиток продуктивних сил на сучасному етапі [45]. В межах стратегічного менеджменту інтеграційні процеси вивчаються як складова диверсифікації. І останнім часом процесу інтеграції знову надають первинного значення.

Проблему диверсифікації досліджують такі вчені як: Є.В. Андрієвська [46], Б.М. Андрушків [47], І. Ансофф [2], Д. Деніс [48], Г. Маушер [49], М. Рої [50], М.Б. Рудик [51], В. Саймон [24]. Ці дослідники у диверсифікації вбачають процес проникнення в межах певної галузі компаній (підприємств), що прямо не пов'язаний з їх основною функціональною діяльністю або не характеризується виробничою залежністю. Результатом диверсифікації стає перетворення корпорацій (підприємств) у конгломерати, складні комплекси багатогалузевої спрямованості. У зв'язку з цим виокремлюють два види диверсифікації: пов'язану і незв'язану (конгломератну). Далі йде поділ пов'язаної диверсифікації на вертикальну і горизонтальну. Принцип злиття/поглинання є головним критерієм за яким визначається тип диверсифікації: функціональне злиття/поглинання відбувається між підприємствами, які мають виробничі зв'язки, а інвестиційне – між суб'єктами господарювання, які не поєднані у виробничій сфері.

Отже, економічна інтеграційна реструктуризація посилює і поглиблює взаємозв'язки підприємств, їх співпрацю і взаємодію на регіональному, галузевому, національному і міжнародному рівнях. Основна мета таких процесів – синергійний ефект, тобто максимальне використання учасниками об'єднання своїх відмітних конкурентних переваг.

На підставі аналізу описаної в літературі організаційно-економічної сутності злиттів/поглинань, можна виділити різноманітні типи цих процесів. У табл. 2.2 подано відмітні характеристики категорій «злиття» і «поглинання».

Таблиця 2.2

Основні відмінні риси трактувань категорій «злиття» і «поглинання» в межах різних теоретичних підходів

Критерій виділення відмінностей	Merger (злиття)	Acquisition (поглинання)
Цілі акціонерів	Збільшити масштаби бізнесу за рахунок того, що при «розпиленні» своєї частки (продовжують бути стратегічними або портфельними акціонерами)	Одна сторона – придбати бізнес, інша – вийти з бізнесу (розпилення капіталу покупця не відбувається)
Розмір компаній / підприємств	Відносно у порівнянні за розміром активів і генерованих грошових потоків	Компанія-мета є істотно меншою за покупця
Суб'єкти, що приймають рішення про угоду	Безпосередньо власники	В більшості випадків – топ-менеджмент
Механізм оплати, що реалізовується в ході угоди	Конвертація (обмін) акцій компаній учасником угоди (іноді супроводжується виплатою винагороди у формі грошових коштів і/або акцій одному з учасників угоди)	Через виплати відповідних грошових коштів (рідко в сукупності з незначним пакетом акцій підприємства-покупця)
Результат угоди	Утворення нової структури (підприємства) із складом власників, що змінився	Компанія-покупець купує бізнес, що її цікавить, акціонери підприємства-мети, отримують винагороду за свій бізнес

Джерело: Систематизовано автором

Ці особливості дисертант пропонує покласти в основу дослідження процесів інтеграційної реструктуризації. Враховуючи проведене вище дослідження, автор пропонує сформулювати економічну категорію «інтеграційна реструктуризація» і дати їй таке визначення: Інтеграційна реструктуризація (ІР) – це процес передавання прав корпоративного контролю від одного суб'єкта господарювання іншому шляхом укладання угоди про злиття або поглинання, метою якого є побудова організаційно-економічних зв'язків між раніше автономними чи відокремленими елементами корпоративної власності для реалізації їх виробничо-технологічного потенціалу і отримання синергетичного ефекту.

Оцінюючи ефективність подібної трансформації, необхідно дослідити низку аспектів: операційні та фінансові; трансакційні ризики; зв'язки із зовнішнім та внутрішнім середовищем підприємства. Для прийняття управлінських рішень у період трансформації промислових суб'єктів господарювання при злиттях і поглинаннях необхідно використовувати інформаційну базу, наведену на рис. 2.3.

У сучасній теорії і практиці корпоративного менеджменту, в економічній теорії в цілому виділяють значну кількість мотивів злиттів і поглинань. Ці мотиви відображають причини, що спонукають промислові підприємства вдаватися до інтеграційних процесів. Можна виділити групи основних причин мотивації злиттів і поглинань, в основі яких – визначення напрямів діяльності на момент об'єднання і перспектив розвитку в майбутньому [52]:

- операційні (мотиви, викликані поточною операційною діяльністю (виробництво реалізація продукції/послуг) підприємства);
- фінансові (створення фінансових ресурсів, джерел фінансування, розрахунків за зобов'язаннями);
- інвестиційні (мотиви, що пов'язуються з інвестиційною сферою діяльності підприємства);

– стратегічні (мотиви, пов'язані з покращанням ефективності виробництва, дослідженням ринків, налагодженням і підтриманням відносин з партнерами і конкурентами, вивченням законодавчого аспекту).

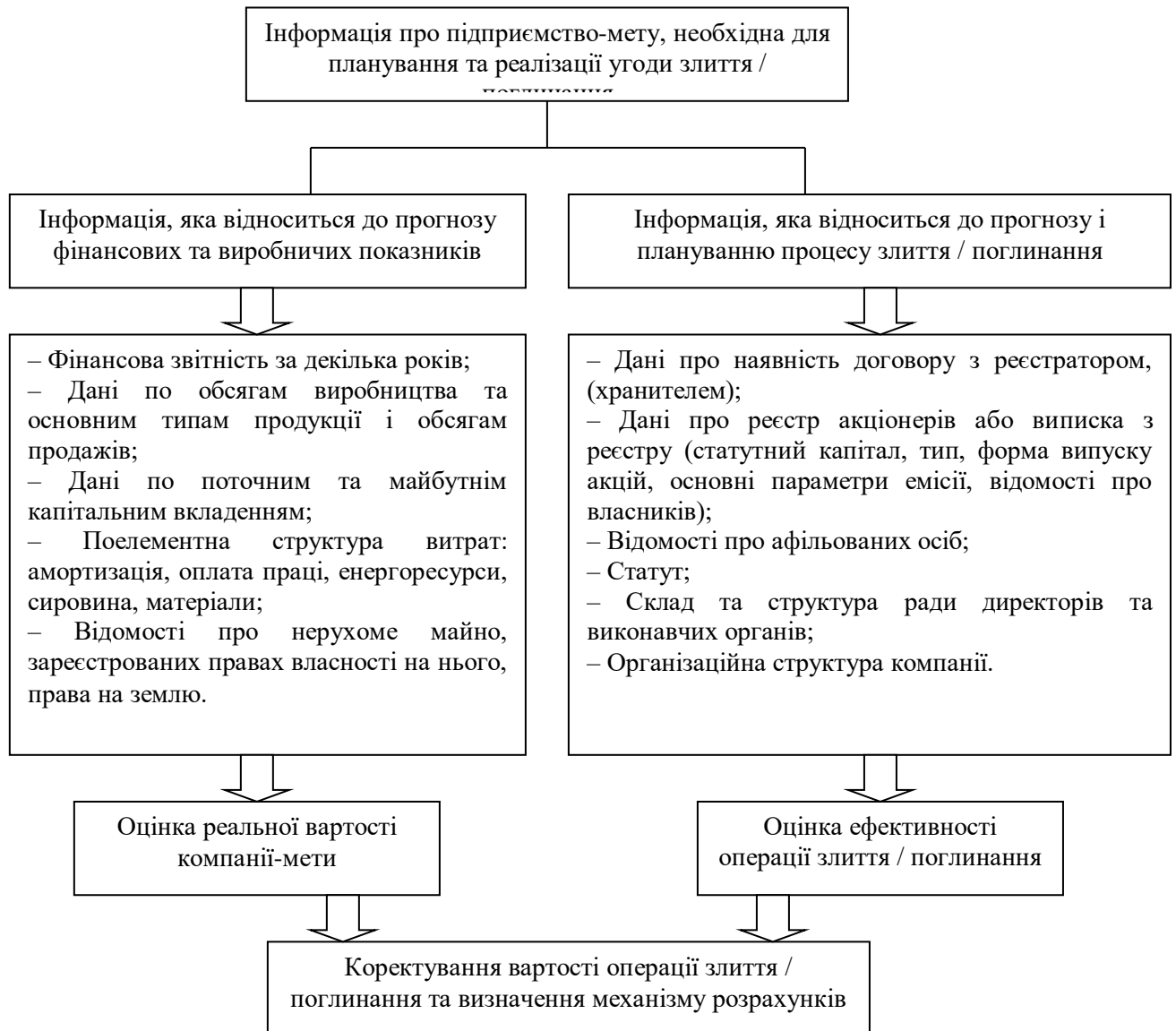


Рис. 2.3. Джерела інформації при плануванні і оцінці трансформації промислових підприємств у форматі злиттів і поглинань

Джерело: Систематизовано за даними [53, 54]

Відзначимо, що окреслені групи і окремі мотиви, які до них входять, є взаємопов'язаними елементами, що пояснюється складною обумовленістю процесів злиттів і поглинань, які часто викликані цілою низкою причин (рис. 2.4).

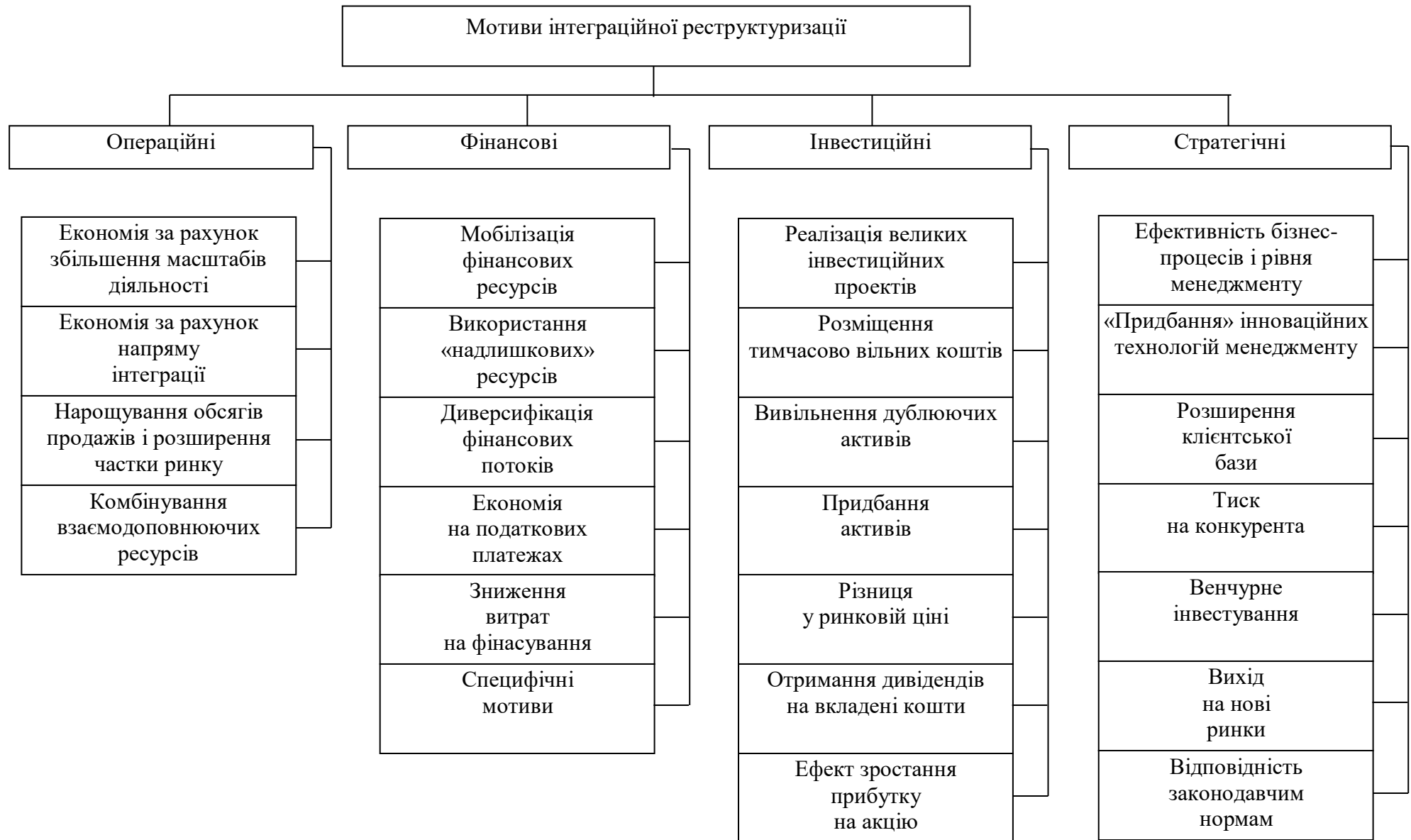


Рис. 2.4. Мотиви здійснення інтеграційної реструктуризації серед промислових підприємств

Джерело: Систематизовано автором за даними [55, 56, 57, 58]

1. Операційні мотиви. Збільшення масштабів діяльності можна досягти, знизивши середню величину витрат на одиницю продукції шляхом підвищення обсягів виробництва через об'єднання виробничих, дослідницьких, маркетингових, збутових та інших потужностей. Отримати максимальний позитивний ефект можна у разі високої частки постійних витрат учасників процесу. Однак слід також враховувати, що для збільшення обсягів виробництва існують певні межі, перевищення яких викликає істотне зростання виробничих витрат, оскільки постійні витрати залежать від зростання обсягів виробництва і можуть змінюватися стрибкоподібно [57, с. 92-93].

Далі вважаємо за необхідне проаналізувати економію за рахунок напряду інтеграції. Найбільш вірогідною така можливість стає при вертикальній чи горизонтальній інтеграції, найменш вірогідною – за кругової і паралельної інтеграції. Економія за рахунок масштабів діяльності особливо типова для горизонтальної інтеграції. Інтеграційні процеси сприяють скороченню постійних витрат шляхом централізації і усунення однакових функцій. При вертикальній інтеграції загальний технологічний процес стає більш ефективним, а транзакційні витрати знижуються [59].

2. Фінансові мотиви. Коли підприємство стикається з обмеженістю мобільних активів (запасів сировини, матеріалів і готової продукції, грошових коштів) і низькою ліквідністю, йому необхідно мобілізувати фінансові ресурси, щоб надалі існувати і розвиватися. Саме ця необхідність виступає однією з причин злиття чи поглинання. Об'єднання підприємств, що сприятиме мобілізації активів, дозволить підприємствам реалізувати більш капіталомісткі проекти [60].

Стимулювати укладення угоди про злиття або поглинання може перспектива використовувати надлишкові ресурси. вкладення в межах своєї галузі часто сприяють фізичному зростанню підприємства, однак його акціонери не відчують реального підвищення добробуту. У свою чергу, у підприємства-мети з іншої галузі можуть бути проекти ефективних

капіталовкладень, на реалізацію яких, однак, бракує коштів. У такому випадку об'єднання підприємств спричинить перерозподіл ресурсів, що сприятиме їх ефективному використанню і, як наслідок, зростанню вартості інтегрованої корпоративної структури.

3. Інвестиційні мотиви. Інвестиційна діяльність підприємства мотивується необхідністю розміщення вільних ресурсів, якщо відсутні інші (внутрішні) проекти. Коли галузь, в якій діє підприємство, перебуває на етапі зрілості, відбувається генерування стабільних грошових потоків. Однак у таких умовах суб'єкт господарювання може бути обмежений у виборі можливостей для вигідних інвестицій. Надлишки грошових коштів, які при цьому утворюються, підприємство може використати для проведення злиттів і поглинань. Стимулювати компанію розмістити свої вільні кошти в інших об'єктах може також загроза ворожого поглинання з боку гравця, зацікавленого в цих коштах [61, 62].

4. Стратегічні мотиви. При корпоративному формоутворенні метою інтеграційних процесів є прагнення до диференційованої ефективності. Це пояснюється неефективністю управління активами одного з підприємств – учасників угоди інтеграції. Після проведення об'єднання цей процес стане ефективнішим. Мотивом для злиттів/поглинань у цьому випадку стає необхідність вивести координацію бізнес-процесів на якісно новий рівень і підвищити ефективність управління [63].

За результатами діяльності промислових підприємств можна оцінити ефективність їх управлінського апарату. Низькі показники свідчать про неповне використання можливостей організації. Такі суб'єкти господарювання можуть стати об'єктами поглинання для інших учасників ринку з більш ефективними системами управління.

Отримані нами теоретичні результати дають можливість передбачити організаційно-економічні вигоди від інтеграції у вигляді злиттів і поглинань і відобразити їх у вигляді класифікаційної моделі (рис. 2.5).

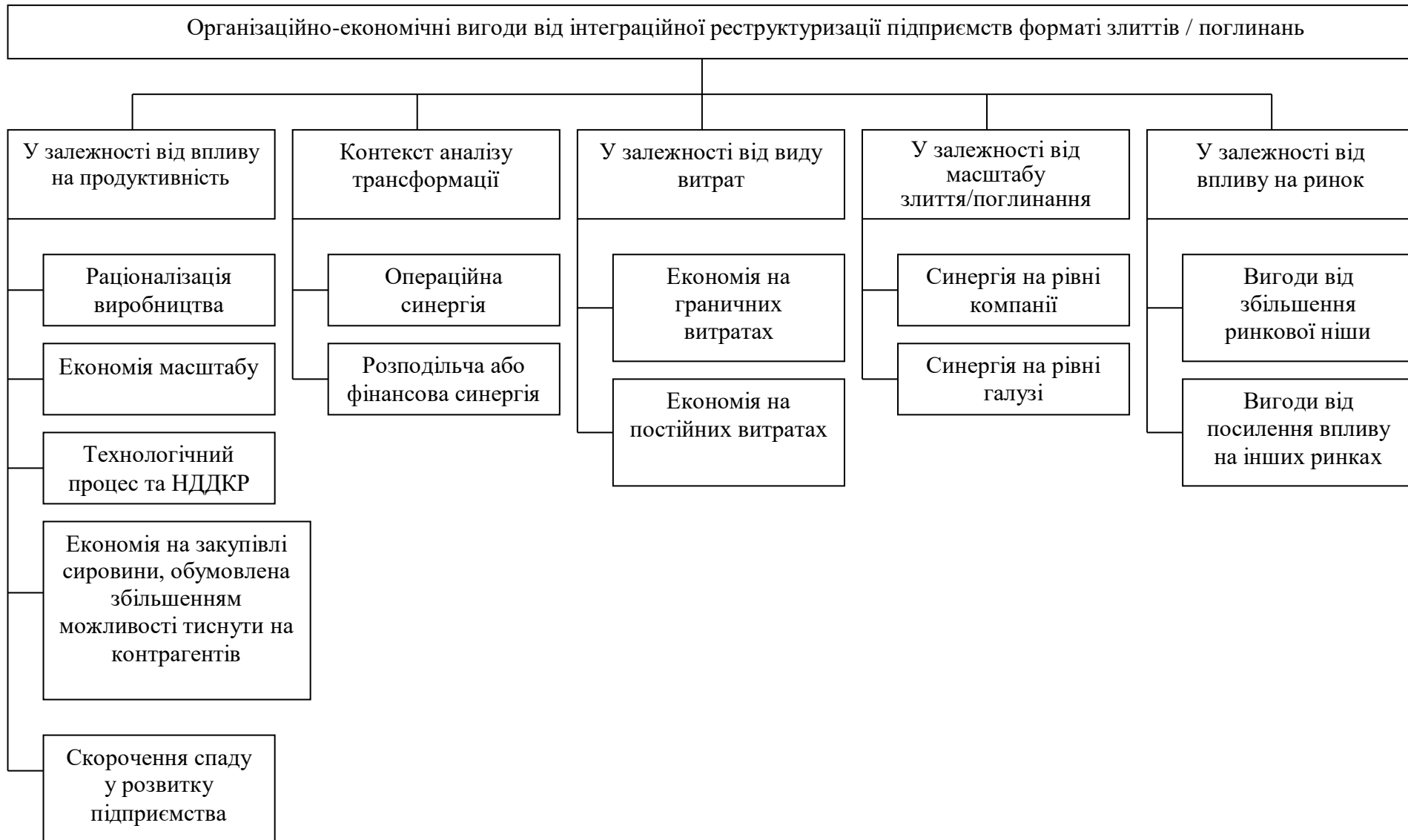


Рис. 2.5. Класифікація організаційно-економічних вигод від інтеграційної реструктуризації промислових підприємств

Джерело: Систематизовано автором за даними [64, 65, 66, 67]

Після проведення злиття/поглинання необхідно визначити алгоритм організаційної взаємодії учасників угоди. Подати його можна у вигляді наступної схеми (рис. 2.6).

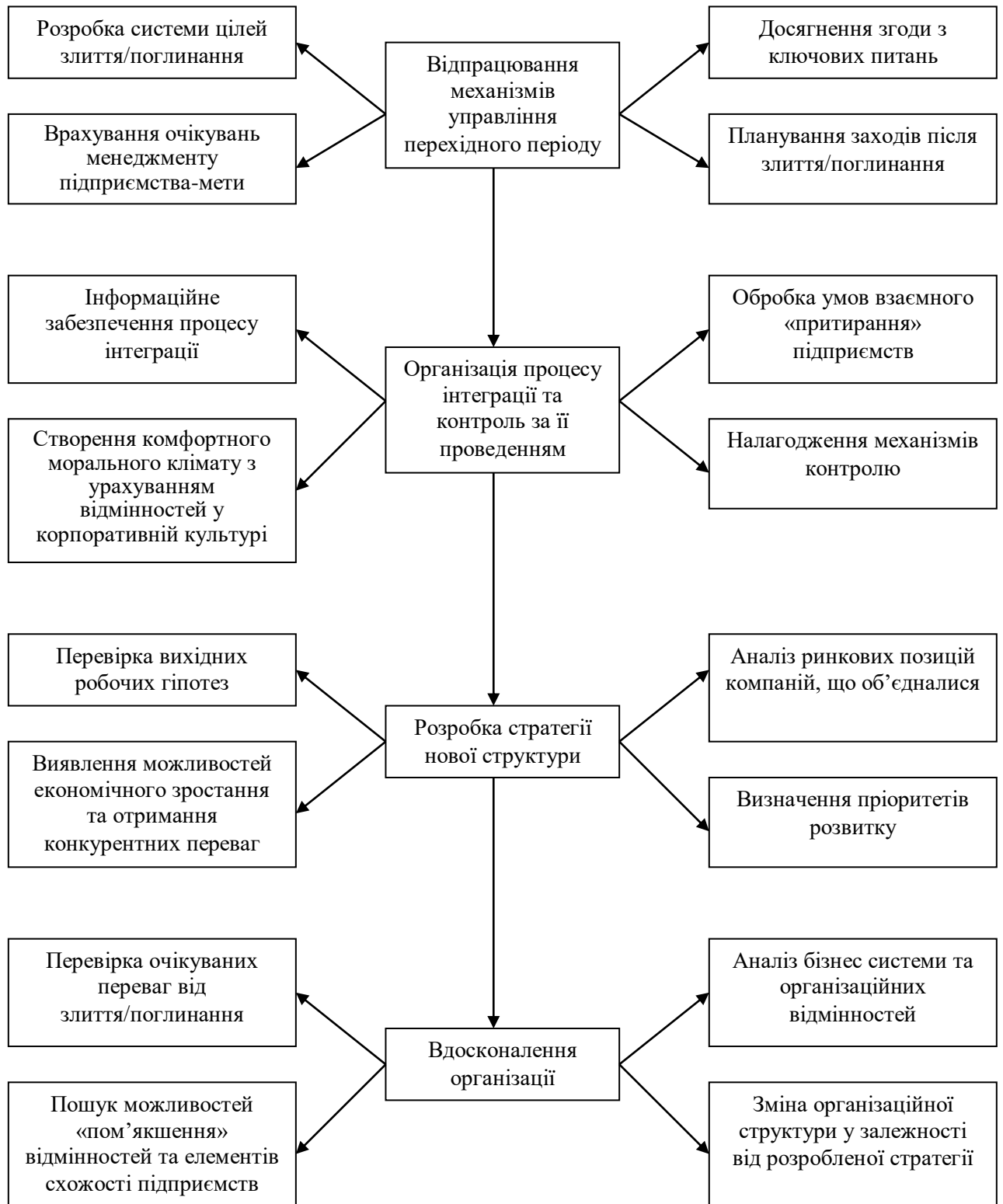


Рис. 2.6. Алгоритм взаємодії підприємств-учасників після завершення інтеграційної реструктуризації

Джерело: Авторська розробка

Типовий процес аналізованої трансформації організовується за трьома основними стадіями: підготовка до злиття/поглинання, безпосередньо укладання угоди, інтеграція підприємств (рис. 2.7).

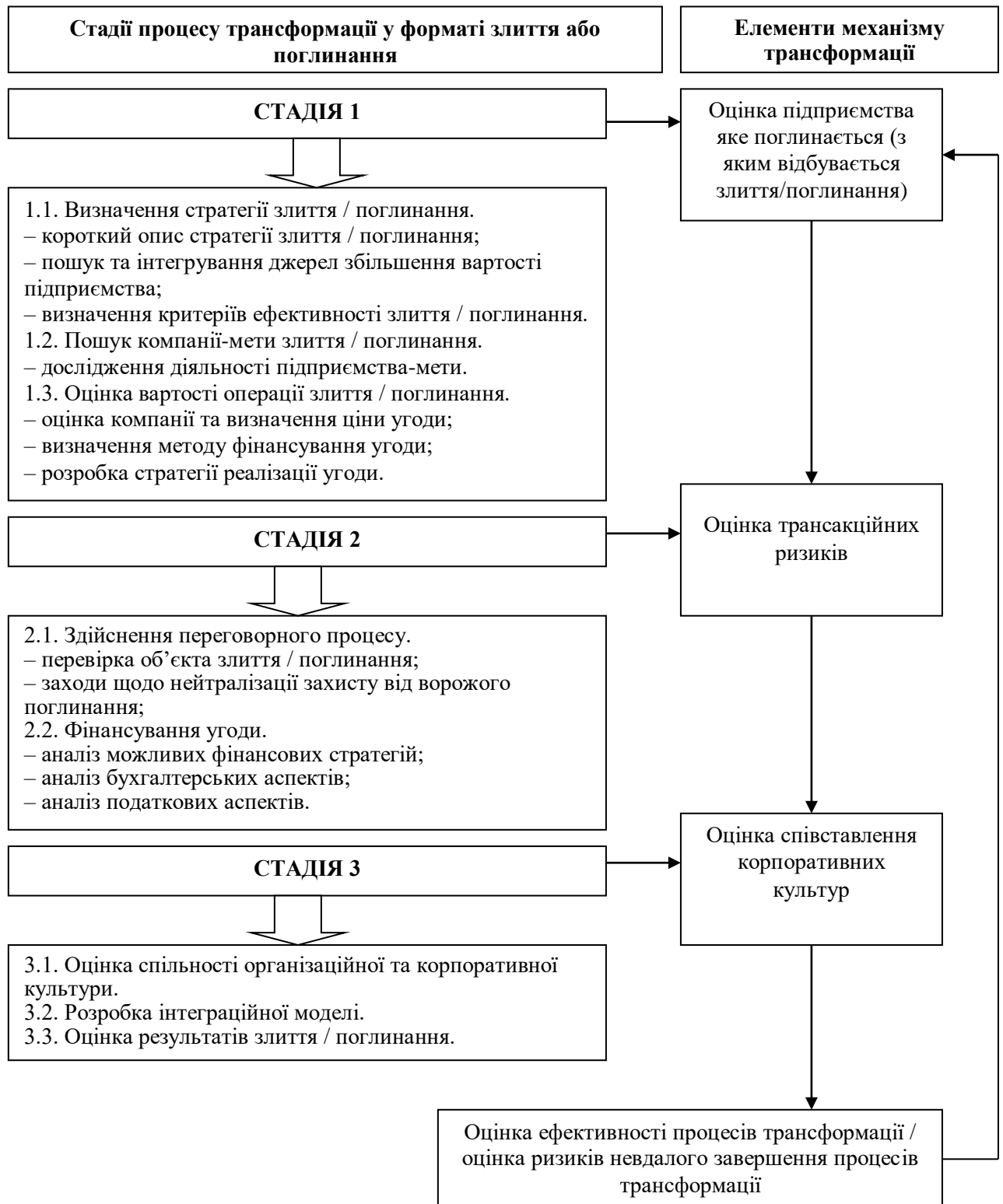


Рис. 2.7. Стадії протікання процесу трансформації промислових підприємств у форматі злиттів/поглинань

Джерело: Авторська розробка

Однак не всім підприємствам вдається досягти синергетичного ефекту, який прогнозувався при розробці плану об'єднання. Отже, позитивного результату від угоди злиття/поглинання можна очікувати лише при правильному розумінні її ефективності. Тому необхідно сформувати формалізований підхід до її оцінки, адже ринкова капіталізація значною мірою залежить від структури і характеру угоди.

Кожна стадія трансформації характеризується певними особливостями і передбачає реалізацію низки заходів. Зміна структури підприємств при злиттях чи поглинаннях остаточно завершується після повної інтеграції, коли відбувається координація та узгодження діяльності на всіх рівнях (серед топ-менеджменту, працівників усіх служб і відділів, на горизонтальному і вертикальному рівнях між фахівцями різних підрозділів) і завершується процес об'єднання різнорідних корпоративних культур. Фактори процесів злиттів/поглинань, розглянуті нами у цьому підрозділі, об'єднуються у групи за різними критеріями і на практиці по-різному між собою пов'язуються. Вони говорять про те, що рішення стосовно доцільності інтеграційної реструктуризації приймається на підставі висновків про економічну вигоду і перспективність цього процесу в умовах того середовища, в якому перебувають промислові підприємства.

2.2. Оцінка доцільності інтеграційної реструктуризації на різних етапах життєвого циклу підприємства

Вище нами вже було доведено, що інтеграційна реструктуризація (ІР) проходить у межах стратегії зовнішнього зростання суб'єкта господарювання. Згідно з рядом наукових джерел [68, 69] цей процес поєднує в собі створення і втілення стратегії власного розвитку промислового підприємства, а також є причиною динамічного підвищення його вартості. Доцільність реструктуризаційних змін в діяльності національних

промислових підприємств ми можемо підтвердити аналізом економічних показників поточного стану справ.

Роль промисловості у формуванні ВВП та валової доданої вартості залишається вагомою. Упродовж 2013-2015 рр. спостерігається падіння реального ВВП. Частка промислового виробництва у ВВП у 2015 р. складала 20,0%. У промисловості сьогодні зайнято 16% усього зайнятого населення. Промисловість забезпечує робочі місця в суміжних сферах, передусім на транспорті та в торгівлі. Найвищі темпи падіння реального ВВП у 2015 р. фіксуються у будівництві (-12,4%), добувній промисловості (-14,3%), переробній промисловості (-13,7%), оптовій та роздрібній торгівлі (-16,8%). Вже у 2016 р. спостерігалися деякі ознаки стабільності. Так, реальний ВВП зріс на 0,1 в.п. Темпи падіння промислового виробництва у 2015 р. склали 13,0% (рис. 2.8.).

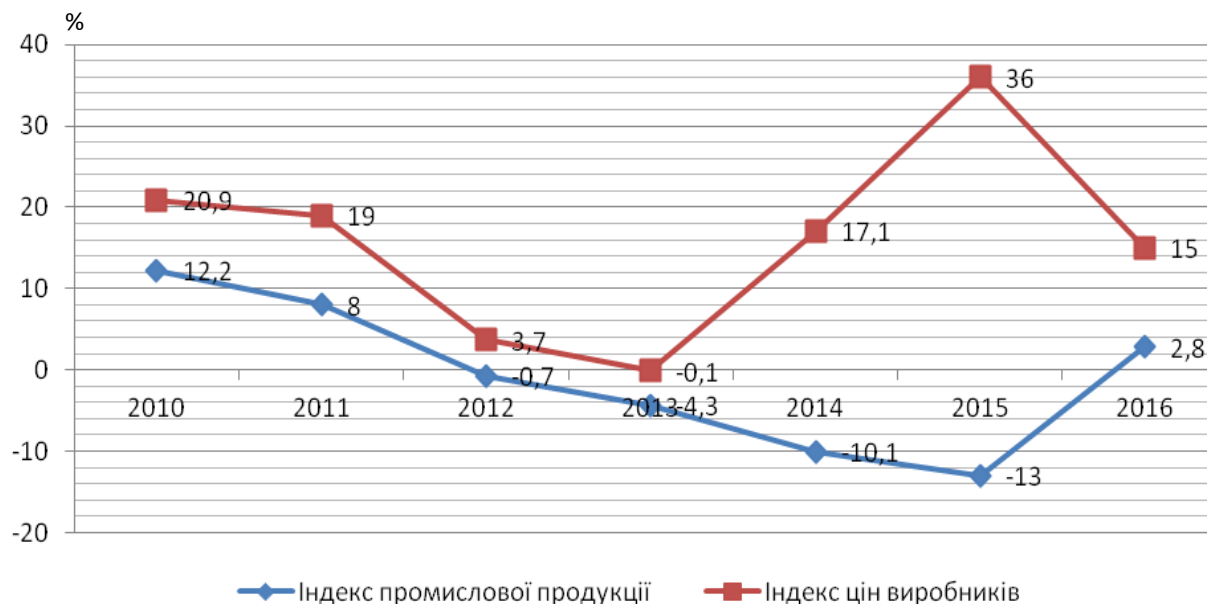


Рис. 2.8. Динаміка індексів промислової продукції та цін виробників в Україні у 2010-2016 рр., % до відповідного періоду попереднього року

Джерело: розроблено автором на основі [70,71]

Різке підвищення індексу цін виробників у 2015 р. до 36,0% на тлі зниження внутрішнього платоспроможного попиту утворює ризики збуту на внутрішньому ринку, а отже, стагнація та подальше скорочення випуску

промислової продукції. У 2016 р. спостерігається позитивна динаміка промислового виробництва. Так, індекс виробництва промислової продукції за цей період становив 102,0% порівняно з 95,6% у відповідному періоді 2015 р. (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

Індекси промислової продукції за видами діяльності за 2010-2016 рр.

Вид діяльності	роки						
	2010	2011	2012	2013	2014*	2015*	2016*
Промисловість	112,2	108,0	99,3	95,7	89,9	87,0	102,8
Добувна промисловість	112,6	108,7	99,0	100,8	86,3	85,8	102,9
Переробна промисловість, у тому числі:	116,3	109,7	98,0	92,7	90,7	87,4	104,3
Виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів	103,4	103,2	100,8	95,0	102,5	89,3	104,4
Виробництво хімічних речовин і хімічної продукції	123,2	128,0	96,0	80,7	85,8	84,8	101,1
Металургійне виробництво, виробництво готових металевих виробів, крім машин і устаткування	115,1	111,0	96,5	94,7	85,5	83,9	106,8
Машинобудування, крім ремонту та монтажу машин і устаткування	142,4	115,4	96,7	86,4	79,4	85,9	102,0
Постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря	109,7	103,1	100,9	98,9	93,4	88,0	102,5

*Інформація надана без урахування тимчасово окупованої території АР Крим та м. Севастополя.

Джерело: розроблено автором на основі [70,71]

При цьому обсяги виробництва зросли за такими видами діяльності:

- по всій переробній промисловості зростання склало 3,4% (найбільше зростання відбулось у виробництві коксу, продуктів нафтопереробки – на 22,5%, ремонті та монтажі машин та устаткування – на 13,8%).
- по добувній промисловості та розробленню кар'єрів зростання склало 2,5%.

Але деякі галузі виробництва промисловості мають подальше скорочення обсягів виробництва. Індекс цін виробників зростав до 104,4%.

Значне падіння спостерігається у вугільній промисловості – 24,0%, видобутку металевих руд – 10,1, виробництві коксу та коксопродуктів – 9,3, виробництві машин і устаткування, не віднесених до інших групувань, – 8,6, машинобудуванні – 5,7%. За даними Державної служби статистики України, станом на кінець 2014р. у промисловості діяло 42187 підприємств (32,1% від загальної кількості суб'єктів господарювання у промисловості та 12,4% від загальної кількості підприємств в економіці; без банків, бюджетних установ, АР Крим та частини зони АТО).

У 2015 р. за кількістю зайнятих (понад 2,6 млн чол.) промисловість посідала перше місце (29,6%) в економіці країни, у тому числі на підприємствах було зайнято 38,6%, у підприємницькому секторі – 7,1%. Частка найманих працівників складала 84,3% у кількості зайнятих у промисловості. Понад 88% – це працівники, зайняті на великих і середніх підприємствах. Структура зайнятих за розмірами підприємств залишається практично без змін упродовж останніх років. Проте відбувається певне зрушення на користь середніх та малих підприємств. Такі тенденції характерні практично для всіх видів економічної діяльності в Україні.

Структура промислових підприємств за розмірами є такою: великі – 0,7%, середні – 11,3, малі – 88%. Загалом на промисловість припадає понад 58% великих, 11,4% малих, 30,1% середніх підприємств від загальної кількості по економіці.

Кількість активних підприємств у промисловості України за останні роки має негативний тренд (табл. 2.4).

**Динаміка кількості активних підприємств у промисловості України за
2013-2016 рр.**

Показник	Кількість активних підприємств* станом на			
	2013	2014*	2015*	2016*
Добувна промисловість і розробка кар'єрів (В), од.	1733	2044	1855	1523
Переробна промисловість (С), од.	40874	42224	39198	36662
Разом (В+С), од.	42607	44268	41053	38185
Частка промисловості (В+С) у загальній кількості активних підприємств в економіці, %	6,8	6,6	6,5	6,1

*Інформація надана без урахування тимчасово окупованої території АР Крим та м. Севастополя.

Джерело: розроблено автором на основі [70,71,72]

Динаміку активних підприємств у промисловості України за 2013-2016 рр. надано на рис. 2.9.

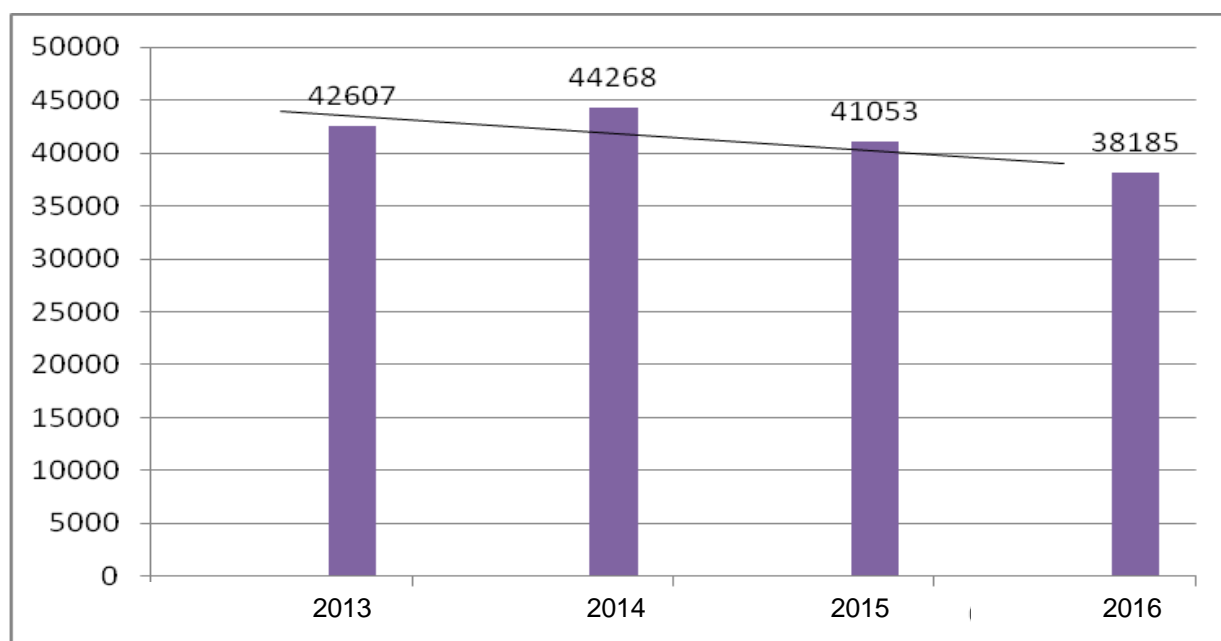


Рис. 2.9. Динаміка активних підприємств у промисловості України за 2013-2016 рр.

Джерело: розроблено автором на основі [70,71]

Як видно з рисунку, кількість активно працюючих підприємств знижується у відповідному негативному тренді, так особливо у період 2014-2016 рр. зниження склало 6083од. підприємств. Це свідчить, що має бути запущений процес реструктуризаційних змін, який допоможе не закривати підприємства, проводити зміни у форматі власності і управління.

Розрахункові індекси промислового виробництва України наведено в табл. 2.5.

Таблиця 2.5

Індекси промислової продукції за видами діяльності у 2011-2016 рр., до попереднього року

Вид діяльності	2011	2012	2013	2014*	2015*	2016*
Промисловість (В+С+D)	108,0	99,3	95,7	89,9	87,0	102,0
Добувна промисловість і розроблення кар'єрів (В)	106,7	101,5	100,8	86,3	85,8	100,4
Переробна промисловість (С)	109,7	98,0	92,7	90,7	87,4	103,4
Постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря (D)	103,1	100,9	98,9	93,4	88,0	99,6

*Інформація надана без урахування тимчасово окупованої території АР Крим та м. Севастополя.

Інформація надана без урахування тимчасово окупованої території АР Крим, м. Севастополя та частини зони проведення АТО.

Джерело: розроблено автором на основі [70,71,72]

Серед видів діяльності найбільше зниження виробництва у 2014-2015 рр. зафіксовано у добувній промисловості – на 13,7 та 14,2% відповідно. У 2015 р. намітилося призупинення негативних тенденцій у промисловому виробництві.

У 2016 р. порівняно із 2015 р. індекси промислової продукції продемонстрували переважно додатні значення, крім енергетичного сектору – 99,6%. Тобто у 2016 р. розпочалося деяке зростання обсягів промислового виробництва. Утім, з огляду на показники їх скорочення у попередні роки, такі темпи є вельми низькими.

Підсумки діяльності промислових підприємств наведено на рис. 2.10. ринках.

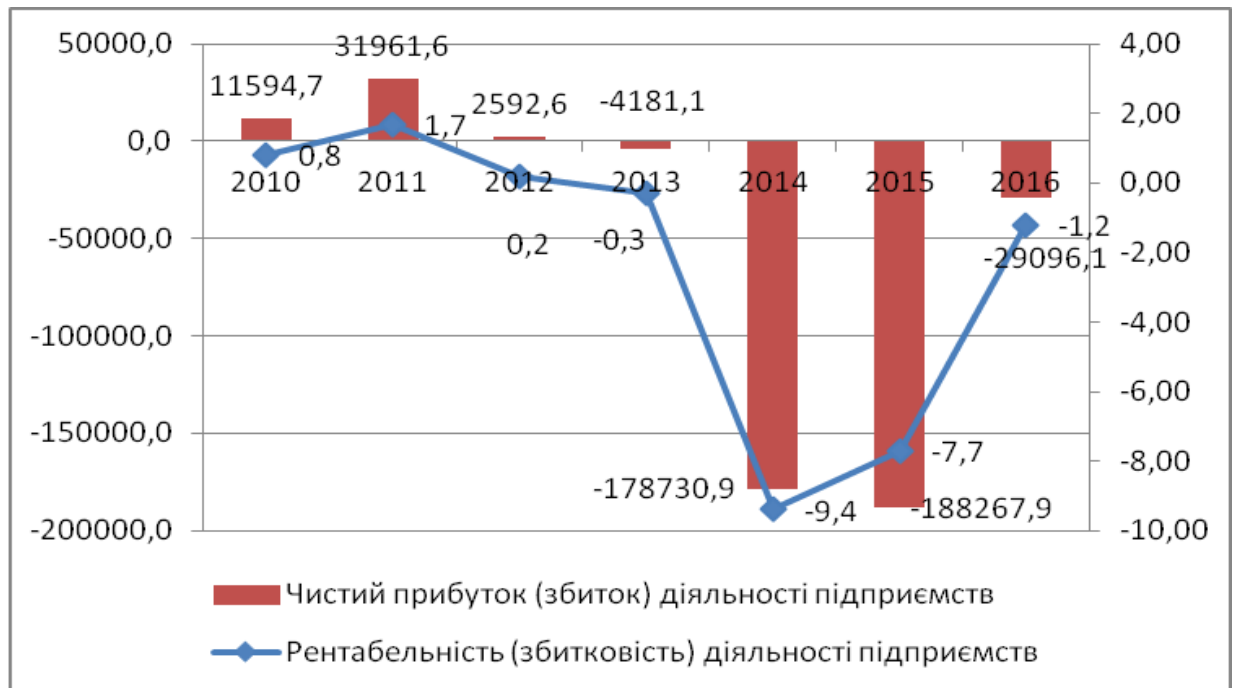


Рис. 2.10. Чистий прибуток (збиток) і рентабельність (збитковість) операційної діяльності промислових підприємств, млн грн

Джерело: розроблено автором на основі [70,71,72]

Як видно з цих даних, до 2014-2015 рр. мало місце зниження результатів виробництва промисловості, що сприяло зменшенню ефективності національної економіки, втраті конкурентних позицій України на світових ринках. Водночас слід урахувувати, що оплата праці в Україні й без того перебуває на досить низькому рівні. Зважаючи також на загальний рівень промислового розвитку в Україні та абсолютні обсяги створеної вартості, подальше відносне скорочення оплати праці матиме негативні соціально-економічні наслідки.

На рис. 2.11. на основі статистичних даних Держкомстату України наведено динаміку чисельності збиткових промислових підприємств (великих, середніх та малих). Найбільша частка збиткових промислових підприємств спостерігається у 2010 р. (41,3%).

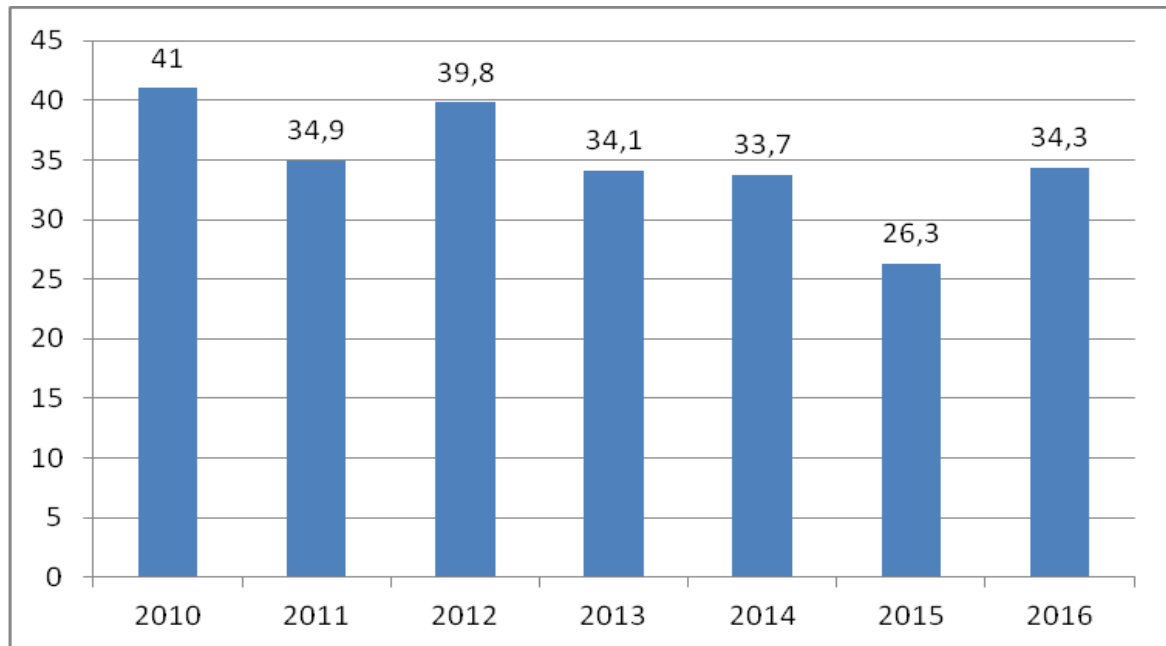


Рис. 2.11. Частка збиткових промислових підприємств України у 2010-2016 рр.

Джерело: розроблено автором на основі [71,72]

Великі та середні підприємства України, крім банків, у 2016 році отримали 75,651 мільярда гривень прибутку до оподаткування проти 236,566 мільярда гривень збитку за 2015 рік.

Згідно з наведеними даними, за 2016 рік фінансовий результат прибуткових підприємств України збільшився на 12,6% - до 328,918 мільярда гривень, тоді як фінансовий результат збиткових підприємств скоротився на 52,1%, до мінус 253,267 мільярда гривень. Частка збиткових підприємств в Україні за підсумками 2016 року знизилася до 26,5% до 29,4% роком раніше.

Таким чином, промислове виробництво в Україні за основними динамічними та структурними показниками перебуває у досить критичному стані, який є малоспівставним із країнами, що розвиваються. Нинішня ситуація зумовлена інтегральним впливом чинників історичного

(пострадянська економічна спадщина), трансформаційного (становлення ринкової моделі) та надзвичайного характеру (військово-політичний конфлікт на Донбасі).

Виявлені проблеми характерні для промисловості України вже досить тривалий час, що вказує на їх зумовленість системними чинниками. Це слід розглядати як суттєвий аргумент на користь неоіндустріалізації як новітньої моделі економічного розвитку в умовах розгортання нових викликів національного та глобального масштабу.

Підприємство – складна система, елементи якої залежні один від одного, мають зв'язки між собою та із зовнішнім середовищем. Тому господарюючий суб'єкт не може перебувати в стані статичності. Таким чином, вивчаючи процесну ІР (в нашому дослідженні – механізми зростання), будемо застосовувати динамічний підхід. Саме на цьому моменті й буде зосереджено нашу увагу, адже на теперішній час існує не одна концептуальна модель, що використовується для організаційної діагностики [70, 71]. Серед найбільш відомих моделей дисертант виділяє:

1. «модель шести осередків» М. Вайсборда, аналіз яких, на думку вченого, дозволяє прояснити основні аспекти діяльності та реструктуризаційної необхідності;
2. «модель 7С» підприємства (розробники – Т. Пітерс і Р. Уотермен), яка дозволяє оцінити конкурентні переваги підприємства;
3. модель Берка-Літвіна – найбільшою мірою відповідає підходу до підприємства як до відкритої системи і призначена для аналізу організаційних змін і фактичного встановлення параметрів інтеграційної реструктуризації.

За допомогою першої оцінюються переваги підприємства перед конкурентами. Друга модель дає змогу з'ясувати головні аспекти діяльності господарюючого суб'єкта й оцінити необхідність його реструктуризації. Використання третьої моделі дозволяє проаналізувати зміни організаційного плану і визначити фактичні параметри ІР. Модель Берка-Літвіна найбільше

відповідає означеному нами вище завданню – підходу до оцінки підприємства як відкритої системи.

Однак усі існуючі на сьогодні моделі не відповідають головному аспекту, який необхідно враховувати при аналізі доцільності ІР, – вони не дозволяють оцінити розвиток підприємства у часі, його динаміку, даючи лише статичну картину. На нашу думку, це значний недолік, адже неможливо прийняти об'єктивне рішення щодо інтеграційної реструктуризації без дослідження її процесів, не з'ясувавши можливості, не проаналізувавши ефективність і загалом доцільність цих процесів. Моделі, в основі яких лежить концепція життєвого циклу підприємства (ЖЦП), позбавлені цього недоліку.

В теорії життєвих циклів ми виділимо принципові етапи розвитку і дамо їм характеристику згідно наукових робіт [34, 35, 36, 73, 74, 75, 76]:

– I етап (1930-ті роки) – становлення теоретичних засад моделі корпорації. У цей період визначилися ключові параметри теорії: вік, історія, розмір, місце розташування, характер діяльності, стиль управління і технології організації, довкілля і людський фактор, цінності самої організації і ті, що розділяють її працівники, потреба змін (реструктуризаційних у тому числі). Визначні дослідники цього періоду – А. Берле, Г. Мінз, Р. Коуз;

– II етап (1950-ті роки) – поява перших узагальнених результатів досліджень ЖЦП («organizations life cycles»). Розвиток організації визначається стадіями, тобто періодами її життя, які характеризуються однотипними ціннісними установками, особливостями фіксування завдань управління, що перебувають у фокусі уваги керівництва. Зі зміною орієнтацій, цінностей, структури власності підприємства настав новий період, що отримав назву циклів (фаз) розвитку. Теоретики цього етапу розвитку – Р. Пенроуз, М. Хейр;

– III етап (1960-ті роки) – формування концепції життєвих циклів, щоправда, не емпіричного, а теоретичного характеру. Обґрунтовано три стадії розвитку організації: народження (коли підприємству вдалося створити

управлінську систему і досягти життєздатного стану), юність (коли підприємство активно розвиває свою стійкість і напручує репутацію), зрілість (коли організація стає унікальною і спроможною адаптуватися у сферах роботи, які постійно змінюються). Ця модель розвитку підприємства дає змогу чітко визначити завдання, які є ключовими для господарюючого суб'єкта під час переходу з однієї стадії на іншу. Дослідженням цих питань займалися А. Даун, Р. Доунс, Г. Ліпіт, У. Шмідт;

– IV етап (1970-ті роки) – розвиток теорії. Дослідники зосереджували свою увагу на визначенні моделі технологічних змін, яка мала б загальний характер і чинила вплив на стадії ЖЦП. Вивчалася культура організації та її значення в підприємницькій активності у процесі створення нових організацій та в їх подальшому розвитку. Кількість виділених дослідниками ЖЦП різняться, однак усі сходяться в тому, що існує певна послідовність життєвих циклів. Запропоновані І. Адісесом, Б. Скоттом, Л. Грейнером, У. Торбертом, Ф. Ліденом, Д. Кацом, Р. Каном, Дж. Кімберлі моделі включають велику кількість організаційних характеристик;

– V етап (1980-ті роки) – подальше дослідження ЖЦП в аспекті стратегій управління. Дослідники виділили п'ять стадій розвитку організації, врахувавши зміни, які відбуваються в зовнішньому середовищі й на самому підприємстві, в організаційній стратегії та інноваціях: народження, розвиток, зрілість, розквіт, занепад. Практичне завдання полягало в правильному визначенні періоду, в якому на певний момент перебуває реальна організація. Це необхідно для того, щоб застосовувати методи розвитку, які відповідатимуть конкретній стадії зростання (занепаду) підприємства і за допомогою яких можна буде правильно визначити його готовність до реструктуризації. Серед вагомих вчених-дослідників цього періоду, ми виділимо: Д. Міллера, Р. Куїнна, К. Камерона, Г. Мінцберга, М. Портера, П. Фрізена;

– VI етап (1990-ті роки) – розвиток теорії ЖЦП йде на спад. Швидкість проходження підприємством стадій розвитку значно залежить від

конкурентного оточення. Ринкове середовище визначає темпи зростання організації. Якщо галузі розвиваються швидко, то відповідно будуть еволюціонувати і підприємства, що належать до цієї галузі. Зрілі галузі й ті, що зростають повільно, визначатимуть невелику швидкість розвитку організацій. Ґрунтовні дослідження з цього питання належать С. Арісу, С. Гупті, К. Мейну, Дж. Чілду, Б. Узі [77];

VII етап (2000-ні роки) – після попереднього періоду спаду в розвитку теорії ЖЦП активізувалося застосування концепції при дослідженні явищ в економіці на всіх рівнях – від мікро до макро. Обґрунтовуються емпіричні постулати життєвих циклів. Вчені не можуть дійти згоди в питанні тривалості кожної зі стадій розвитку, їх природи, однак погоджуються, що кожен еволюційний етап характеризується унікальною структурою, системою і стилем лідерства. Визначено маркери, які підкажуть керівництву організації, що необхідно вдаватися до реструктуризаційних перетворень, без яких неможливо буде зберегти конкурентний і виробничий потенціали. Обґрунтуванням цих аспектів займалися П. Едвардс, М. Гілмен, Б. Кауфман, Г. Широков.

Теоретичні моделі життєвих циклів підприємства представлені багатьма концепціями. Однак у світі найбільшого практичного застосування набула концепція І. Адізеса. У свою чергу, ця модель базується на концепції ЖЦП, яку раніше запропонував Л. Грейнер [78] (рис. 2.12.).

Аналізуючи схему рис. 2.1, доходимо таких висновків:

1. Концепції життєвих циклів Л. Грейнера та І. Адізеса збігаються в основних моментах: у Л. Грейнера життєвий цикл організації ототожнюється зі зростанням останньої (це головний недолік концепції, що обмежує її застосування), у І. Адізеса зростання постає складовою частиною життєвого циклу.

2. В обох моделях перебудова управлінських систем описується у вигляді загальної концепції. Ця концепція проста лише на перший погляд, і

ми вважаємо, що її доцільно застосовувати для розвитку інтеграційної реструктуризації як у теоретичному, так і в практичному аспекті, адже:

– завдяки динамічному характеру моделі з'являється змога врахувати рівень розвитку підприємства, можливі перспективи і ризики, зокрема з огляду на специфіку кожного життєвого циклу;

– організаційна модель є відкритою системою, і концепції Л. Грейнера та І. Адізеса цьому повністю відповідають;

– модель можна застосовувати в міждисциплінарному підході, оскільки вона показує перетворення управлінських систем.

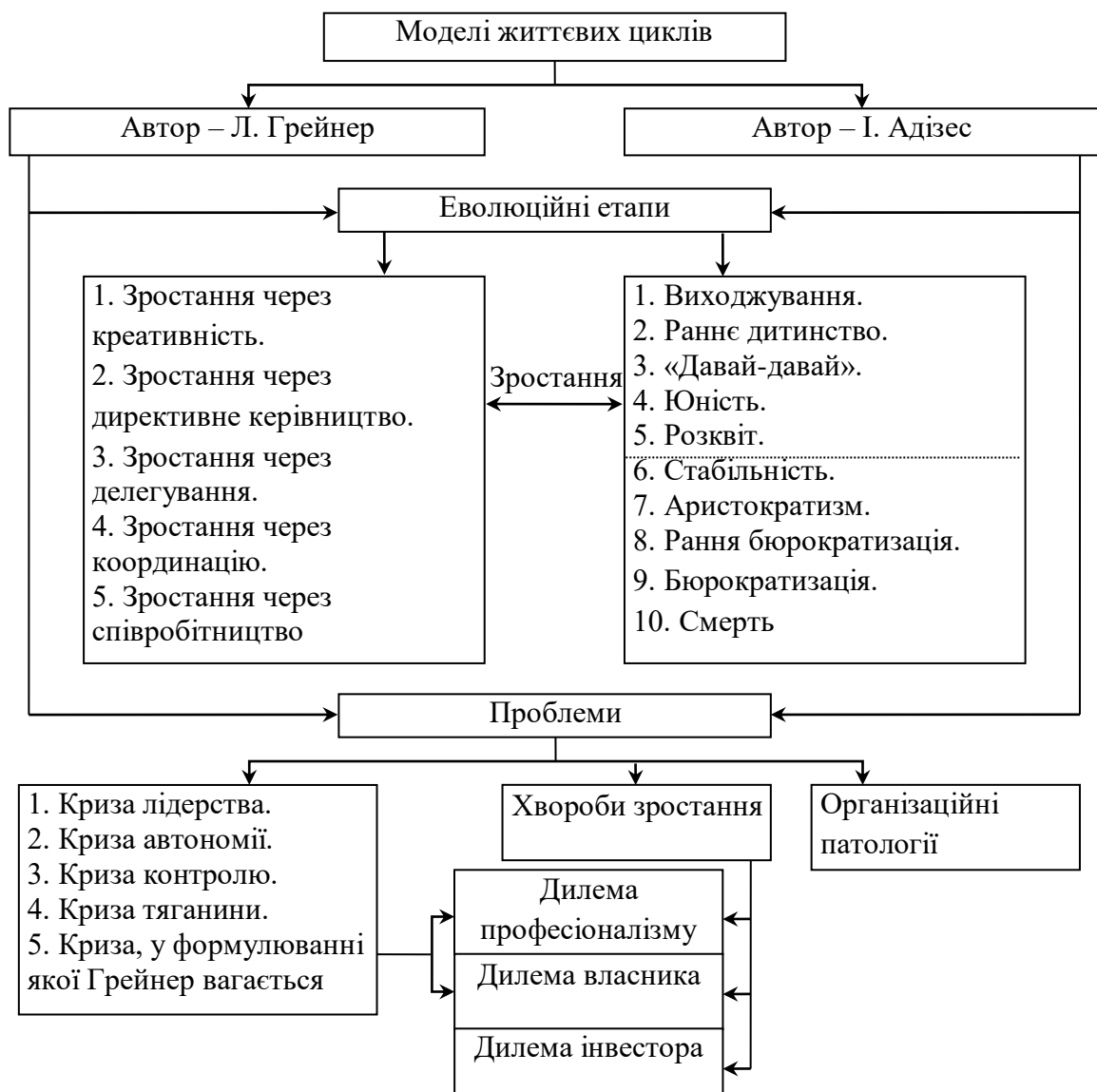


Рис. 2.12. Загальна порівняльна характеристика моделей ЖЦП Л. Грейнера і І. Адізеса

Джерело: Систематизовано автором

Останній висновок обґрунтовується такими аспектами:

- управлінські функції (аналіз, контроль, регулювання, планування, організація економічних процесів);
- об'єкти управління. У межах нашого дослідження класифікуємо їх з урахуванням процесів ІР: структура організації; програми маркетингу; процеси виробництва; кадри; вартість бізнесу; грошові потоки (фінансові, інвестиційні, операційні);
- суб'єкти управління (менеджери і власники).

Отже, оцінюючи існуючі можливості, доцільність, ризики та ефективність ІР підприємства, робимо висновок, що аналізувати її необхідно з огляду на позиції теорії ЖЦП і базуючись на міждисциплінарному підході. До того ж ми пропонуємо відступити від застосування класифікації, яка являє собою об'єднання чотирьох видів дисциплін (стратегічного маркетингу та управління, організації, менеджменту, теорії фінансів). На нашу думку, доцільно розглянути цей процес з таких позицій:

- стратегія створення вартості в довгостроковому періоді;
- ефективність поведінки власника;
- фінансові вимірювання.

Наведені блоки так чи інакше зрештою пов'язуються з вартістю підприємства, її оцінкою і управлінням. А це один з найважливіших показників, який використовують під час оцінки процесів інтеграції та реструктуризації. Крива життєвого циклу фактично являє собою зміну цього показника у кількісному вимірі. У цьому висновку виражається авторська позиція дисертанта. І. Адізесом не було визначено параметр зростання господарюючого суб'єкта, дослідник вважав, що цей параметр зумовлюють особливості галузі у кожному окремому випадку. Криву ЖЦП І. Адізеса у модифікованому вигляді наведено на рис. 2.13.

Аналізуючи дані рис. 2.13., доходимо висновку, що підприємство, за І. Адізесом, досягає свого розквіту при збігові кількох параметрів, оптимальних саме для нього: гнучкість (здатність маневрувати і оперативно

реагувати на зміни в ринковій кон'юнктурі), контроль (управлінські функції). Ця концепція була наведена нами як базова, зокрема і для міждисциплінарного підходу. Крім того, вона може дати незвичайні результати, які ми подамо нижче.

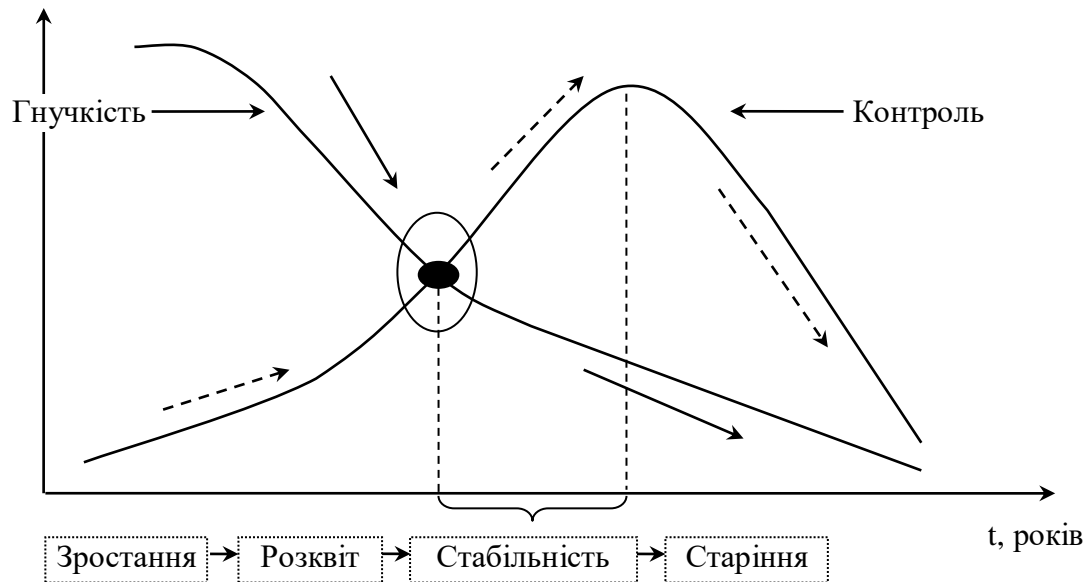


Рис. 2.13. Вікові зміни гнучкості і контролю стосовно підприємства (за І. Адієсом)

Джерело: Побудовано за даними [75]

Ми запропонували класифікацію підходів, за допомогою яких оцінюється можливість і доцільність, ризикованість і перспективність процедур ІР залежить від етапу життєвого циклу організації. Нижче зупинимося на її конкретизації.

У першому з означених нами блоків відбувається зосередження на фінансових показниках підприємницької діяльності. Управління, базоване на вартості (value-based management, VBM), стає сьогодні все більш популярним у всьому світі. У зв'язку з цим деякі вчені [79, 80, 81] пропонують перейти від бухгалтерської аналітичної парадигми до фінансової. Відмінність полягає в оцінці трьох вимірів середовища, в якому сьогодні доводиться функціонувати підприємству:

- невизначеність і ризику;
- градація прибутковості у відношенні до рівня інвестиційного ризику;
- ліквідність.

Фінансова модель – це новаторство в управлінській практиці. У той же час практика засвідчує, що всі ці фактори однаково значущі як для підприємства-поглинача, коли воно приймає рішення про інтеграцію, так і для підприємства – мети поглинання, коли оцінюється його інвестиційна привабливість. З огляду на це вважаємо за доцільне розглянути відмінності бухгалтерської і фінансової парадигм.

До недоліків бухгалтерської моделі аналізу відносять такі:

- її застосування не дає змоги зважити альтернативні можливості, не відображає створення економічного прибутку – головної на сьогодні концепції економічного аналізу;

- з нею неможливо зробити аналіз невизначеності результату, а це одна з головних проблем, з якою інвестор стикається при прийнятті рішення про реструктуризацію. Питання про можливість порівняння бухгалтерського прибутку організації з ризиком інвестиційних вкладень залишається без відповіді. Таким чином, складно дати об'єктивну оцінку рішенням щодо доцільності реструктуризації (інвестиції, джерела фінансування) і показників рентабельності (які не мають зв'язку з ризиком);

- при зосередженні уваги на нарахованому прибутку неможливо побачити справжню картину ліквідності. Фінансова модель дає змогу прослідкувати потоки вільних грошових коштів (FCF).

Проте незважаючи на недосконалість бухгалтерської аналітичної моделі, на критичне ставлення до неї, вона й досі домінує в Україні, адже в нас нерозвинений фондовий ринок, виникають труднощі з пристосуванням західних методик до умов вітчизняної економіки, не функціонує необхідна інформаційна база [82]. З огляду на це далі в дослідженні будемо використовувати обидві аналітичні моделі (рис. 2.14.).

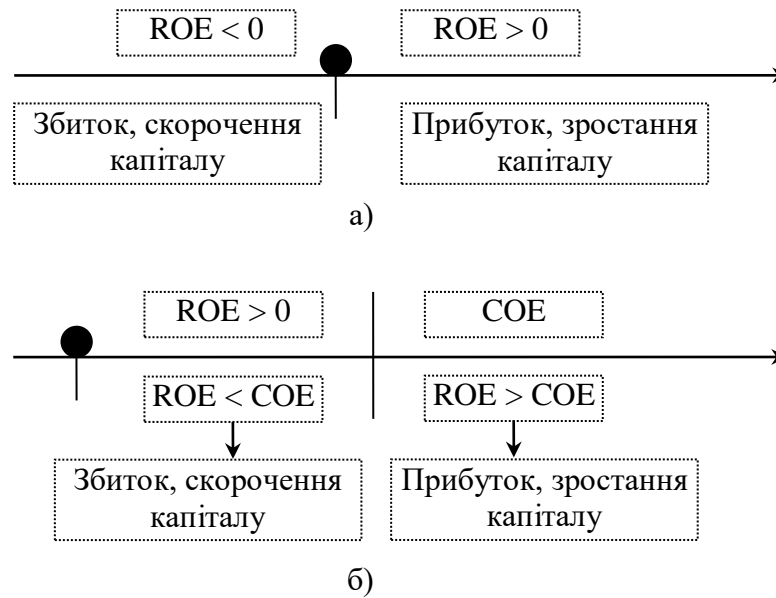


Рис. 2.14. Підходи до аналізу результатів діяльності промислового підприємства: а) бухгалтерська модель; б) фінансова модель

Джерело: Побудовано автором

Рис. 2.14. потребує деяких роз'яснень: COE (cost of equity) – витрати на залучення власного капіталу або ж мінімальна інвестиційна доходність підприємства, яку мають забезпечити менеджери; ROE – рентабельність власного капіталу. Цей рисунок показує основні відмінності між бухгалтерською та фінансовою моделями аналізу [83].

Також ми вважаємо, що виявлені залежності можна включити до теорії життєвих циклів і застосовувати при визначенні доцільності ІР. Відповідно до фінансової аналітичної парадигми ЖЦП, на нашу думку, доцільно подати у вигляді кривої зростання економічної вартості. Показники економічного прибутку використовують управлінні вартістю. Найпоширенішим серед них є додана економічна вартість (EVA). Цей показник дає інформацію щодо ефективності підприємства у стратегічному вимірі (інакше кажучи, це характеристика максимізації вартості). Додана економічна вартість перебуває під впливом такого фактора, як ефективність фінансової, операційної та інвестиційної діяльності (рис. 2.15.).

Ефективність операційної діяльності (ЕОД) – це показник, який демонструє, наскільки ефективно підприємство знизило витрати і підвищило

продажі або продуктивність виробництва. Передбачається, що покращити ці показники можна і без додаткового інвестування. На етапах становлення і зростання у промислового підприємства відсутні можливості для залучення позикових коштів. При цьому саме на початку свого розвитку суб'єкт господарювання найбільше потребує додаткового інвестування задля того, щоб завоювати частку ринку і зайняти на ньому свою нішу. Показати ефективну операційну діяльність – це найголовніше завдання для підприємства на етапі його становлення.

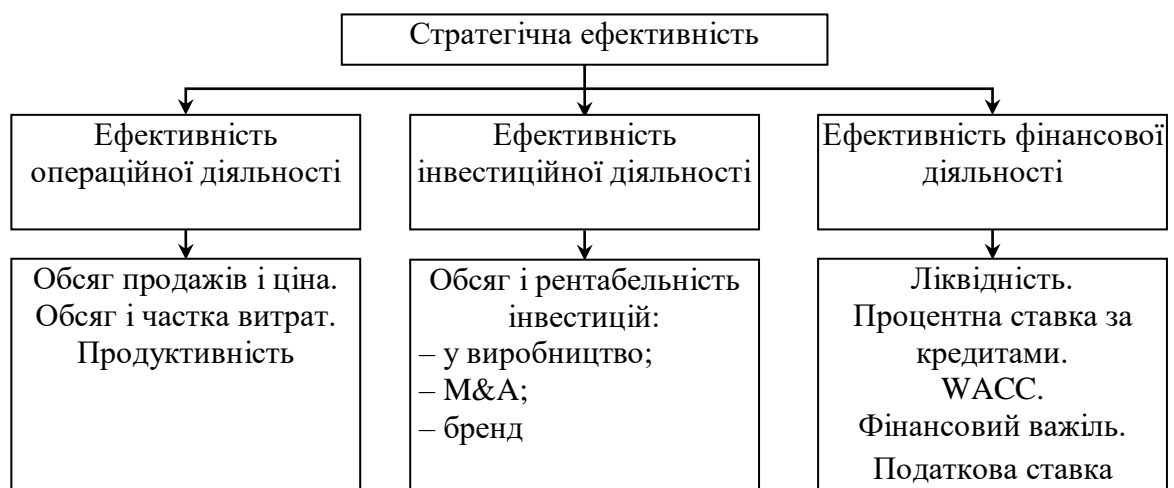


Рис. 2.15. Фактори, що впливають на вартість промислового підприємства

Джерело: Авторська розробка

Під час розвитку підприємство постійно розширює свою ринкову частку, нарощує обсяги продажів, урізноманітнює продукцію, збільшує конкурентоспроможність. Щоб цього досягти, суб'єкт господарювання має інвестувати у свій розвиток. Необхідні фінанси залучаються ззовні. Також розвиток організації пов'язаний з таким ризиком, як ведення операцій на фондових ринках, де підприємство розміщує свої вільні кошти. Активне зростання напряму залежить від ефективності фінансової діяльності (ЕФД) [84].

Фактори, що впливають на ефективність підприємства у стратегічному вимірі, необхідно постійно моніторити, адже всі вони значущі. Однак ми

вважаємо, що в певний момент одні з них набувають більшого значення, ніж інші. Усе залежить від особливостей внутрішнього і зовнішнього середовища. Ми пропонуємо схему, яка відображатиме точки контролю, за якими можна відслідкувати стратегічну ефективність підприємства на різних етапах його життєвого циклу (рис. 2.16.).

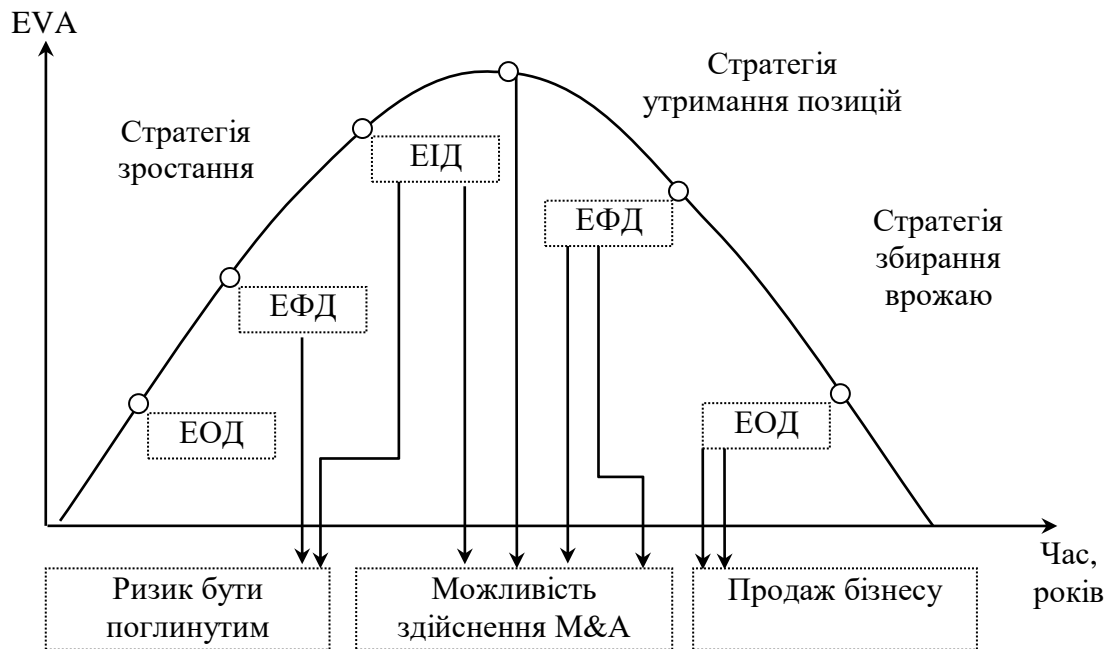


Рис. 2.16. Контрольні точки стратегічної ефективності підприємства на різних етапах його життєвого циклу

Джерело: Авторська розробка

Підприємство, яке щойно з'явилося на ринку, згідно з класифікацією І. Адізеса («раннє дитинство» і «давай-давай»), прагне завоювати ринкову нішу – це головна мета його діяльності. Таке становище можна відобразити за допомогою умовної схеми: пріоритет підприємства – генерування грошового потоку, центрами контролю в цьому випадку є такі показники, як витрати, обсяги продажів і продуктивність, завдання – регулювати й оптимізувати операційні процеси. Не маючи вільних грошових потоків на етапі становлення, інвестиційну діяльність підприємство майже не проводить, здійснюючи лише мінімальні безризикові вкладення.

Одночасно підприємство не може залучати позикові кошти для свого розвитку. Ця можливість обмежена через низку причин: відсутня кредитна історія, через що інвестори не довіряють новому гравцю, у такого суб'єкта господарювання високі комерційні ризики, а його керівництво не бажає додатково брати на себе фінансові ризики і знижує показники ліквідності (див. параметр гнучкості на модифікованій кривій ЖЦП І. Адізеса, див. рис. 2.2.). У цей період для підприємства контроль ефективності операційної діяльності є пріоритетним.

На цьому етапі організація інвестиційно неприваблива, тому ризик її поглинання майже відсутній. Власник може продати суб'єкт господарювання у періоді становлення підприємства. І. Адізес називає це «смертю у ранньому дитинстві».

Якщо підприємство успішно проходить період «дитинства», воно переходить на етап «юності». Організація вже зайняла певну нішу на ринку, її продукція чи послуги користуються попитом, який має тенденцію до подальшого активного зростання. Перед господарюючим суб'єктом постає завдання – не тільки зберегти, а й покращити свої ринкові позиції. А для цього йому потрібно розвивати темпами, швидшими за ринкові. Якщо доходність у галузі фіксована, то необхідно залучати фінанси із зовнішніх джерел, що покличе за собою фінансові ризики. До цього ж отримати кредит або позику все ще проблематично. Особливу увагу менеджмент має приділяти контролю за структурою капіталу. Занижена частка позикового капіталу говорить про формування високих витрат на капітал, як наслідок – зростають вимоги до прибутковості власного капіталу (ROE). Однак якщо в структурі капіталу переважає позиковий компонент, то капітал необхідно збільшувати, беручи до уваги зростаючі фінансові ризики. У результаті обмежується інвестиційна діяльність (такі проекти мають високу бар'єрну ставку). З огляду на це ми вважаємо, що для підприємства на цьому життєвому етапі пріоритетом має бути ефективна фінансова діяльність.

Стосовно ймовірності злиттів і поглинань слід відзначити таке. Для інтеграційної реструктуризації підприємство ще не має достатньої інвестиційної привабливості. Воно займає незначну ринкову частку, у нього слабо диференційована продукція, концентрована власність, виникають агентські конфлікти й інколи його становище характеризується високими фінансовими ризиками. Одночасно при бажанні поглинути «юний» бізнес можна скупити його борги, заборгованість за кредитами. У цей період господарюючий суб'єкт ще не досяг максимуму своєї вартості, і якщо його інвестиційна привабливість висока (наприклад, унікальна бізнес-ідея), то «поглинання» буде доволі вигідним: витрати на реструктуризацію покриються майбутніми прибутками, які інвестор отримає в період розквіту придбаного суб'єкта господарювання.

Етап переходу від «юності» до «розквіту» характеризується наявністю в суб'єкта господарювання достатньої кількості вільних коштів для вкладання їх у власне виробництво, створення і просування свого бренду, укладання угод про інтеграційну реструктуризацію, збільшення своєї частки на ринку, який все ще зростає. Головне завдання для підприємства на цьому етапі – збільшення своєї вартості, а досягти цього можна шляхом інвестування. У період розквіту бізнес остаточно формує свою інвестиційну вартість. На цій стадії рентабельність капіталу досягає максимальних значень. Здійснювані підприємством інвестиційні проекти покликані диференціювати його діяльність з метою зниження ризиків. Розквіт – останній етап, на якому створюється інвестиційна вартість бізнесу, а показники прибутковості капіталу перевищують бар'єрну ставку на максимально можливному рівні (максимізація EVA) [85, 86]. Точкою контролю на цій стадії виступає ефективність інвестиційної політики.

На етапах «стабільності», «старіння» (або «аристократизму» і «бюрократизації») темпи зростання ринку знижуються, з високих стають помірними, за чим йде стагнація. Стадія стабілізації характеризується зменшенням інвестицій, на етапі раннього аристократизму підприємство

починає оптимізувати свої бізнес-процеси. Прибутковість капіталу поступово зменшується, а обсяг витрат (зокрема невиробничих) зростає. Щоб зберегти свої позиції, господарюючий суб'єкт нерідко вдається до зарощування частки позикового капіталу в структурі власного, що призводить до збільшення фінансових ризиків. Тому на цій стадії, як і на попередніх, ефективність фінансової діяльності також є найважливішою контрольною точкою. Підприємство втрачає гнучкість, воно не може, як раніше, вільно маневрувати, а ефективність роздутого управлінського апарату знижується, хоч він і посилює свій контроль за діяльністю підприємства (див. рис. 2.13.). Беручи участь в угодах злиття і поглинання на цьому етапі, бізнес-суб'єкт може або повернутися на стадію свого розквіту, підвищивши стратегічну ефективність бізнесу (у цьому випадку спрацьовує механізм горизонтальної, конгломератної інтеграційної реструктуризації), або стати частиною великої іноземної компанії, яка його поглине з метою виходу на новий ринок (у цьому випадку відбувається вертикальна інтеграція задля замикання виробничого ланцюга) [87].

Світовий досвід показує, що на стадії стабільності та раннього аристократизму для підприємств прийнятною практикою є реструктуризація (рис. 2.17.):

- природна – відбувається, коли підприємство функціонує благополучно; така реструктуризація здійснюється, щоб підвищити вартість бізнесу на ринку, зберегти і примножити власність, створити переваги, відмінні від конкурентів, залучити довгострокові інвестиції, зайняти монопольне становище (зокрема і через ІР);

- ділова – відбувається, коли становище підприємства задовільне в поточній ситуації, але прогнози щодо його подальшої діяльності невтішні, є несприятлива перспектива бути захопленим іншим суб'єктом господарювання.

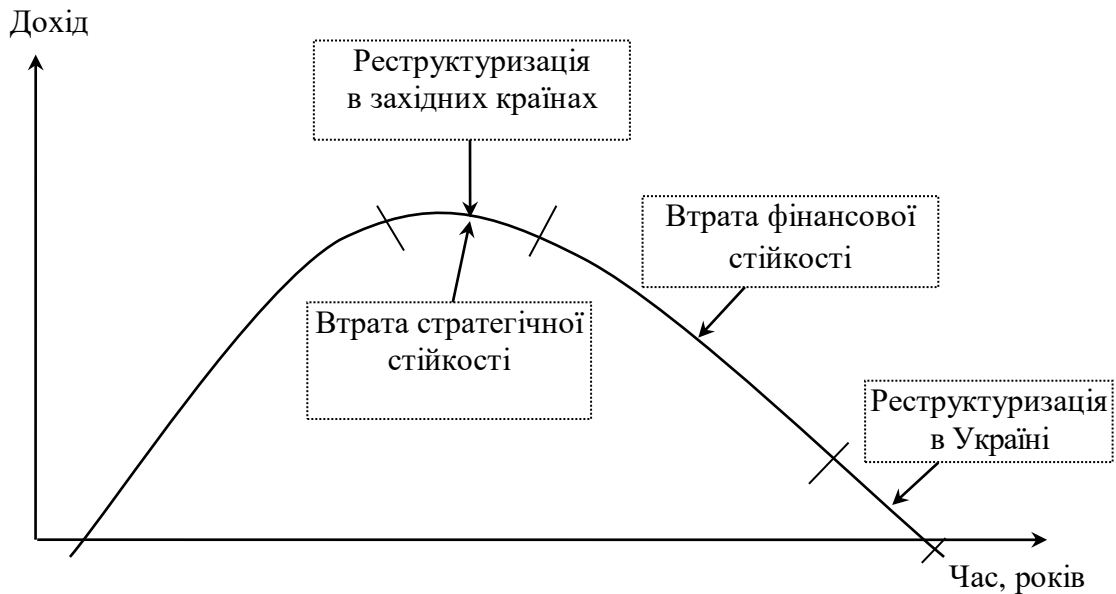


Рис. 2.17. Крива життєвого циклу підприємства і стадії, на яких найчастіше проводиться реструктуризація структури підприємства

Джерело: Авторська розробка

Етап, коли підприємство починає втрачати свою стратегічну стійкість, вважається найбільш оптимальним для реструктуризації. На цьому етапі бізнес ще конкурентоспроможний, приносить прибуток, характеризується стійким фінансовим становищем, має в розпорядженні необхідні фінансові й трудові ресурси, які допоможуть провести реструктуризацію власними силами. На думку Ф. Ріда і А. Лажу [88], підприємство втрачає стійкість, коли рентабельність його активів починає знижуватися швидкими темпами, що викликане посиленням розбіжностей між реальною діяльністю і розробленою стратегією, проходить ще кілька циклів основної діяльності, а потім рентабельність власного капіталу, ціна акцій на ринку ті інші довгострокові оцінки знижуються.

Отже, про те, що підприємство починає втрачати свою стратегічну стійкість, свідчить негативна динаміка такого показника, як «рентабельність підприємства». На стадії аристократизму й бюрократизації (терміни І. Адізеса) організація ризикує втратити фінансову стійкість, у цьому випадку необхідна ділова реструктуризація. Щоб зберегти показники рентабельності

на прийнятному рівні, керівництву необхідно до мінімуму знизити витрати. Таким чином, окупність основних капіталовкладень, прями й загальні витрати стають ключовими параметрами, а точкою контролю, як і в попередніх випадках, є ефективність операційної діяльності. Часто менеджмент вирішує продати частину, а то й весь бізнес. Якщо цього не відбувається, тоді проводять реструктуризацію. У цих випадках нерідко вдаються до кризової реструктуризації з метою покращання фінансових і економічних показників, виплати боргів за кредитами, фінансового оздоровлення (див. рис. 2.17.).

Зробивши аналіз ЖЦП через призму фінансово-аналітичної моделі, здійснивши оцінку доцільності і можливості проведення ІР на кожному з етапів розвитку господарюючого суб'єкта, можна перейти до бухгалтерської моделі. Визначимо ті показники, які на наш погляд, є пріоритетними і мають контролюватися на кожному етапі життєвого циклу (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

«Точки контролю» на різних етапах життєвого циклу підприємства

Пріоритетні показники	Народження	Зростання	Стабілізація	Старіння
Показники ліквідності	+	–	–	+
Показники ділової активності	–	+	–	+
Показники ефективності діяльності:				
– рентабельність оборотних активів;	–	+	+	–
– рентабельність власного капіталу;	–	+	+	–
– рентабельність продажів	–	+	+	+
Показники фінансової стійкості	+	+	–	+
Ринкові мультиплікатори	–	+	+	–

Джерело: Побудовано автором

Проаналізувавши дані табл. 2.1, доходимо висновку, що в бухгалтерській аналітичній моделі суттєву роль відіграють показники ефективності фінансово-господарської діяльності. Коли підприємство лише зароджується або вже старіє, воно найбільше піддається ризику банкрутства. Тому в цей період важливо тримати під контролем платоспроможність, ліквідність, а також фінансову стійкість суб'єкта господарювання. Етап зростання також вимагає відстеження показників фінансової стійкості,

зокрема щоб запобігти ворожим поглинанням. Про ефективний розвиток підприємства свідчать і такі показники: виручка і Валовий прибуток, чистий прибуток (слід зауважити, що І. Бланк, відомий український фахівець у сфері інвестиційної оцінки, відносить до фундаментальних детермінант зростання підприємства [89]). Якщо поєднати ці показники з даними щодо ефективності інвестиційної і стратегічної діяльності (розмір оборотних активів і власного капіталу), то можна оцінити фінансову та економічну рентабельність. Ці цифри дадуть уявлення про ступінь інвестиційної привабливості підприємства і дозволять зробити висновок про доцільність ІР. Під суворим контролем, особливо в періоди зростання і стабілізації, мають бути такі ринкові мультиплікатори, як сумарна ринкова вартість акцій підприємства (P) і чистий прибуток (E) – P/E . Ці показники також говорять про інвестиційну привабливість бізнесу. Після укладення угоди про реструктуризацію за зміною цих показників можна буде оцінити успішність інтеграції.

Після оцінки можливостей і доцільності реструктуризації на підставі аналізу ЖЦП, проведеного за допомогою бухгалтерської та фінансової аналітичних моделей, необхідно, на нашу думку, розглянути стратегії розвитку бізнесу. Особливу увагу слід приділити стратегії зростання, бо саме такі організації привабливі як об'єкти поглинання.

Оцінюючи зростання підприємства, важливо визначитися з вибором критеріїв. На сучасному етапі єдиного погляду на вирішення цієї проблеми немає. Ми вважаємо, що основою аналізу має стати концепція управління вартістю. Таким чином, зможемо визначити зростання підприємства за чотирма типами (рис. 2.18.).

Проаналізуємо чотири блоки, наведені на рис. 2.7. Блок 1 включає організації з високими темпами зростання продажів і, відповідно, вартості бізнесу. До блоку 2 включено суб'єкти господарювання, бізнес яких сконцентрований на прибутку. Підприємства з блоку 3 характеризуються

зростанням, яке досягається за рахунок агресивної політики продажів. У підприємств блоку 4 проблеми з досягненням успіху за будь-яким критерієм.



Рис. 2.18. Матриця якості зростання промислового підприємства

Джерело: Авторська розробка

Такою є ситуація в статистиці. Реальне ж становище речей не таке однозначне, воно набагато складніше і часом суперечливе. Адже одне і те ж підприємство в різні періоди можна віднести до різних блоків. При цьому спостерігається така закономірність: господарюючим суб'єктам, які перейшли з першого блоку до другого, важче повернутися на вихідну позицію, а от підприємствам, що належать до третього або четвертого блоку, потрапити до блоку 1 легше [90, 91]. Пояснити це можна різницею між фінансовою і бухгалтерською аналітичними моделями. Підприємство, яке за свою головну мету ставить зростання прибутку, не може вільно інвестувати кошти, що спричиняє зниження обсягів продажів у майбутньому. Проте інший сценарій також можливий: підприємства, спрямовані на зростання чистого прибутку, зможуть наростити обсяги продажів, і саме такі суб'єкти господарювання будуть найбільш привабливі для інвестицій у довгостроковій перспективі. Такий підхід, на нашу думку, доцільно застосовувати, обираючи кандидатів для злиття чи поглинання при здійсненні інтеграційної реструктуризації. Висновок про те, чи було зростання

фінансово ефективним, можна зробити на підставі порівняння двох показників [29, 93]:

- вартості бізнесу, яка не включає зростання (балансова вартість власного капіталу);
- вартості бізнесу, яка включає зростання (наскільки можливості зростання вплинули на вартість бізнесу).

Застосовуючи системний підхід при зіставленні цих показників, можна виділити чотири типи господарюючих суб'єктів:

- чемпіони (підприємства, що демонструють найбільш якісне зростання);
- марафонці (бізнес-моделі, які орієнтуються на збільшення матеріальних активів);
- спринтери (підприємства, які формують в інвесторів високі очікування);
- аутсайдери.

Ми вважаємо, що такий підхід, слушно застосовувати, коли приймається рішення про ІР (злиття/поглинання), тому що, на думку А. Томпсона, А. Стрікланда, зростання, яке можна помітити через традиційні вимірювачі, досягається застосуванням далеко не кожної стратегії і далеко не завжди воно свідчить про зростання у відношенні вартості власного капіталу [94]. Оцінка зростання господарюючого суб'єкта з використанням такого підходу варта уваги, оскільки може успішно використовуватися під час укладення угод злиття/поглинання. Вона дозволяє визначити рівень інвестиційної привабливості підприємства-мети з великою точністю, а якщо буде прийняте рішення про об'єднання, допоможе покращити й адаптувати постінтеграційну стратегію зростання.

У цьому дослідженні нами взято за основу міждисциплінарний підхід, за допомогою якого ми зможемо проаналізувати ще один аспект, важливий для ІР: оцінити можливості і доцільність злиття/поглинання на тому чи

іншому етапі ЖЦП, керуючись критерієм ефективності поведінки власника щодо стратегії управління бізнесом.

На нашу думку, вичерпну характеристику сутності стратегії дали російські економісти-практики О.В. Черезов, Т.Б. Рубінштейн, визначивши її як комплекс дій, які необхідно здійснити всередині організації, щоб придбати нові ресурси, розвивати і використовувати вже наявні задля досягнення цілей як організації в цілому, так і окремих її співробітників [95, с. 46]. Д. Джонсон, К. Шоулз, Р. Уїтінгтон першими висунули припущення про те, стратегії стадій зростання і занепаду відрізняються одна від одної [33, с. 59]. Згодом Г. Мінцбергом було пояснено організаційний розвиток через комплекс етапів влади, які відрізняються відносною стійкістю і на стадії яких певні тенденції проявляються більшою мірою, ніж інші. Елементами цих тенденцій є ставлення до лідерства і зовнішнього середовища, підтримка місії, наявність конфліктів на підприємстві [96].

На наш погляд, доцільно узагальнити погляди Г. Мінцберга й І. Адізеса і на підставі цього розробити модель ЖЦП, що базуватиметься на поведінці власника, теорії агентських конфліктів і на можливості ІР для промислового підприємства (рис. 2.19.).

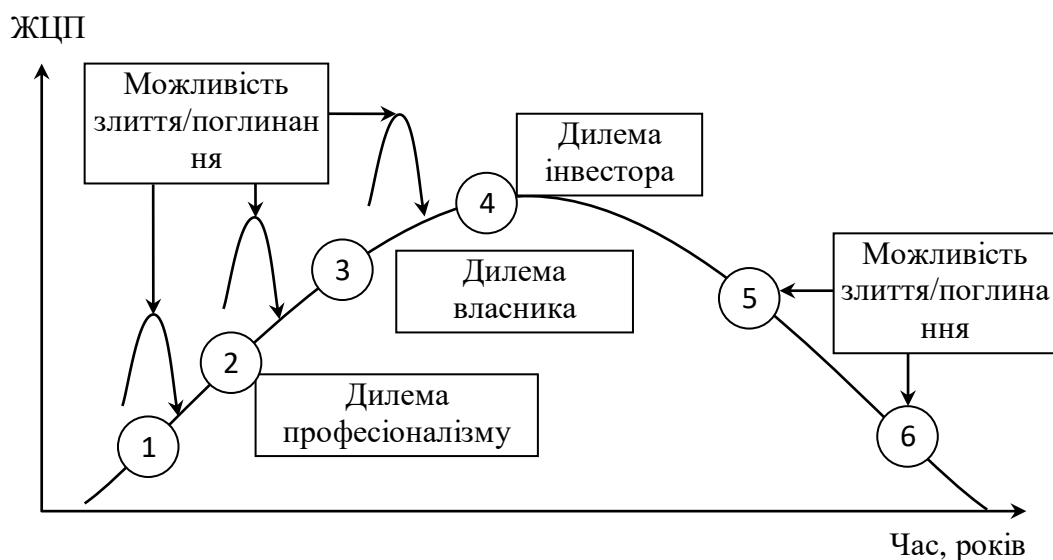


Рис. 2.19. Ефективна поведінка власника, стратегії управління на різних етапах життєвого циклу підприємства

Джерело: Авторська розробка

На етапі 1 (початок розвитку) господарюючий суб'єкт займає проактивну позицію, адже його мета – завоювати ринкову нішу. Перейти на наступну стадію – зростання, можна застосовуючи стратегію злиття/поглинання (Г. Мінцберг називає це періодом конфронтації, або нестійких альянсів) [97]. Наслідком такого процесу може стати усунення засновника підприємства, на місце якого прийде друге покоління лідерів.

На етапі зростання підприємства (2–4) власник доводиться вирішувати низку ключових питань:

1. Професіоналізм. Потреба переходити на рівень професійного управління, із залученням висококваліфікованих менеджерів. Наслідком цього може стати втрата контролю за бізнесом. Великий ризик виникнення конфліктів між персоналом і новим керівництвом (внутрішній конфлікт), між власником і управлінцями (агентський конфлікт). Господарюючому суб'єкту може загрожувати поглинання, якщо команда менеджерів несумлінно виконуватиме свої обов'язки.

2. Власник. Постає необхідність оптимізувати структуру капіталу. Можливий ризик поглинання підприємства, якщо приймається рішення про використання власних джерел фінансування. Адже такий крок спричиняє зміну в пропорціях розподілу часток власності, що викликане невідворотною додатковою емісією акцій. До того ж високі витрати, спричинені використанням внутрішніх джерел фінансування, які є більш дорогими, призводять до зниження темпів розвитку бізнесу. А це загрожує поглинанням підприємства більш сильним ринковим гравцем. Однак і позиковий капітал, який організація буде використовувати для оптимізації власної структури, збільшить фінансові ризики для бізнесу: його «конкурентний імунітет» знизиться, що також може суттєво підвищити вірогідність поглинання [98].

3. Інвестор. Коли підприємство досягає стадії розквіту, воно може зіткнутися із ситуацією «втрачених можливостей», якщо власник бізнесу і буде вести неефективну політику (концентрація коштів і майна в руках власника, «незрілість» органів корпоративного управління). Поглинути таке

підприємство нелегко, адже ризики об'єднання з ним доволі високі. Однак від захоплення така організація все ж до кінця не застрахована. Для інвестора дилема пов'язана з необхідністю перетворенні підприємця-власника, який займався просуванням своїх товарів і послуг на ринку, на підприємця-інвестора [99]. Останнє означає можливу відмову від контролю над власним бізнесом, перехід до статусу простих акціонерів, інтереси яких сконцентровані на тому, щоб вартість бізнесу постійно зростала. При цьому ризик поглинання підприємства підвищується.

На етапі зрілості (5) зовнішнє середовище підприємства стабільне і не вороже. Стратегічно бізнес сконцентрований на підтримці своєї ринкової ніші. Організація може активно укладати угоди з інтеграційної реструктуризації, зокрема і в ролі поглинача (у тому числі створити олігополію і встановити контроль за ринком або розосередити свою діяльність і ризики).

На етапі занепаду (6) підприємство втрачає свої стратегічні переваги, воно стає чутливим до впливу зовнішнього середовища і конкурентів. Вихід з цього становища – застосування стратегії злиття/поглинання (захопити, щоб утримати лідерські позиції, за Е. Херріганом і М. Портером) [100].

Проаналізувавши зміни в поведінці власника, стратегії управління в різні періоди ЖЦП, доходимо висновку про важливість врахування цих факторів при вирішенні питання доцільності і можливості проведення злиття/поглинання враховуючи різні обставини, в яких може опинитися підприємство.

На нашу думку, перед прийняттям рішення про інтеграцію слід наголосити на ще одному аспекті: реструктуризація на різних етапах ЖЦП не завжди означитиме отримання позитивного результату і перехід на вищий рівень розвитку. Ми пропонуємо розглянути можливі сценарії розвитку промислового суб'єкта господарювання залежно від стадії розвитку, на якій можливе проведення ІР (рис. 2.20.).

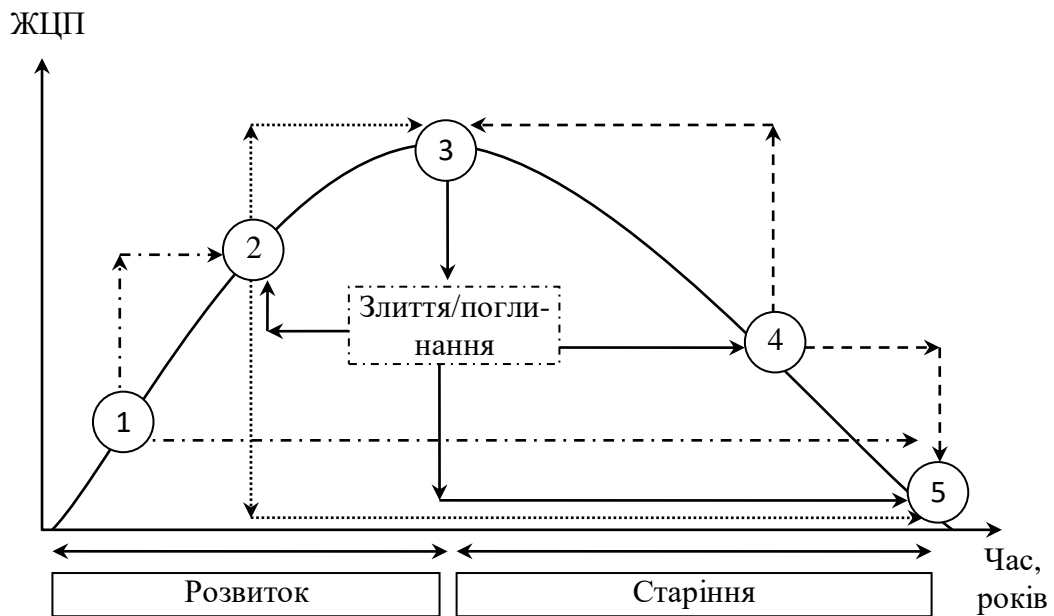


Рис. 2.20. Сценарій розвитку підприємства після проведення М&А

Джерело: Авторська розробка

Аналізуючи схему рис. 2.9., доходимо таких висновків. Операції злиття/поглинання на першому етапі (1) – розвитку підприємства (зародження, за термінологією І. Адізеса – «раннє дитинство») можуть мати як позитивні наслідки – перехід на стадію зростання (2), так і негативні – припинення існування (настання кризового стану, перехід на етап 5 – «смерть»). Інтеграція на другому етапі (2, зростання) приводить або до розквіту і стабільності (наступний, етап 3), або до кризи і «смерті» (п'ятий етап). Угода про реструктуризацію, укладена на етапі 3 (розквіт і стабільність), спричинить повернення організації на попередню стадію (2, другий етап – зростання), або стимулює процес стагнації (етап 4), як це відбулося з колишніми радянськими підприємствами після їх приватизації. Проведення злиттів/поглинань на стадії аристократизму і бюрократизації (за І. Адізесом) також може мати два сценарії розвитку: стабілізації (через повернення на третій етап) або настання кризи.

Якщо узагальнити попередні роздуми, то можна зробити висновок, що брати участь в угодах злиттів і поглинань підприємство може на будь-якому етапі (розвиток, юність, розквіт, за І. Адізесом [78]). Звісно, ступінь ризику

реструктуризації буде різним залежно від фази ЖЦП: на стадіях становлення і згасання він вищий, адже у цьому випадку підприємство поглинається сильнішим гравцем ринку, відбувається його перетворення або поділ на частини і подальший продаж. Мета такої реструктуризації – одержати активи господарюючого суб'єкта за вигідною ціною, в інших випадках – оминати загрозу системних криз. На початку становлення підприємства угода злиття, на нашу думку, можлива в разі суворої конкуренції на ринку або в умовах загрози бути поглинутим великим гравцем.

На етапі стабілізації та розквіту, з нашої точки зору, проведення ІР вигідне, адже дозволяє зекономити від масштабу, розосередити ризики, посунути чи витіснити конкурентів, збільшити прибутки, наростити капітальну базу [101]. Звичайно, ризики залишаються, але вони незначні і можуть бути пов'язані з невдалою розробкою стратегії реструктуризації, неправильною оцінкою вартості підприємства, яке поглинається, і, як наслідок, прибутковості інвестицій.

На якому б етапі життєвого циклу не перебувало підприємство, ризики від злиття/поглинання підстерігають його завжди. Для «жертви» ризики є такими [102, 103]:

- відсутність можливості використовувати позадивідендні канали отримання доходу;
- втрати, в наслідок зміни дивідендних умов (політики), яку проводить нове підприємство;
- невиконання умов щодо обміну акцій;
- недотримання прав акціонерів, коли ними зберігається неконтрольний пакет акцій;
- позбавлення статусу співвласника нового, утвореного в результаті інтеграції, незалежного підприємства.

Для «агресора» виділимо наступні ризики:

- переоцінка вартості акцій підприємства-мети;
- витрати на поглинання, які можуть виявитися зайвими;

- поглинання неспроможного у фінансовому плані підприємства;
- послаблення ринкових позицій підприємства-поглинача, погіршення його фінансового положення після завершення процесу реструктуризації.

Загальні ризики:

- падіння ринкового курсу акцій одного з підприємств-учасників;
- зниження фінансових показників і позицій на ринку до того часу, поки не завершаються усі процеси злиття/поглинання.

Узагальнено ризики ІР можна подати у вигляді схеми (рис. 2.21а).



Рис. 2.10а. Узагальнена класифікація ризиків інтеграційної реструктуризації

Джерело: Систематизовано автором

Запропоновану нами класифікацію доповнимо ще групою ризиків:

- ризики, що очікують організації на стадії формування стратегії інтеграційної реструктуризації.

Такими, на нашу думку, є неправильний вибір стратегічного партнера або об'єкта купівлі, неадекватний вибір напряму розвитку бізнесу, помилкова

оцінка оптимального рівня зв'язку між інтегрованими суб'єктами, а також обсягу додаткових інвестицій, неправильні кроки під час переговорів;

– ризики, пов'язані з реалізацією стратегії (рис. 2.21б).

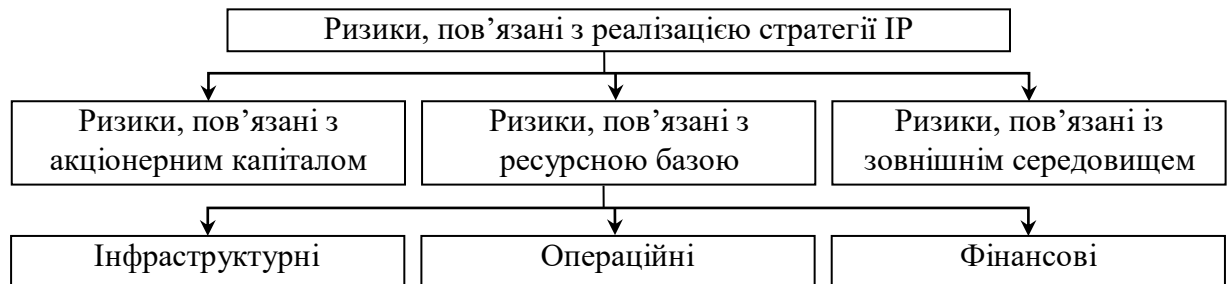


Рис. 2.10б. Класифікація ризиків, пов'язаних з реалізацією стратегії інтеграційної реструктуризації

Джерело: Систематизовано автором

Серед ризиків, які пов'язані з акціонерним капіталом, варто назвати такі: окремі підприємства сумарно мають вищий рівень капіталізації, після ж укладення угоди про злиття/поглинання рівень капіталізації інтегрованого бізнесу знижується; після об'єднання корпоративний контроль може перейти до осіб, не зацікавлених в тому, щоб підприємство функціонувало ефективно.

Існують ризики, пов'язані і з ресурсами господарюючого суб'єкта: інфраструктурні (через недоліки проведення інтеграції може зменшитися ефективність угоди); втрата персоналу (можливе зниження лояльності працівників, внаслідок чого зменшиться продуктивність їхньої праці); опір змінам, що відбуваються в результаті реорганізації, з боку трудового колективу; погіршення якості бізнес-процесів, через що знижується операційна ефективність; протистояння об'єднаних корпоративних культур; несумісність інформаційних систем у технологічному плані.

Ризики фінансово плану: зростають обсяги податкових платежів об'єднаного підприємства; зменшується середня норма прибутку; зростає вартість залучення позикових коштів; погіршуються можливості кредитування; виникає ризик, що кредитори висунуть вимоги щодо дострокового виконання зобов'язань; зменшується загальний грошовий

потік. Операційні ризики: виникає «негативний ефект від масштабу». У результаті ІР виникають ризики, що пов'язані із зовнішнім середовищем: зміни політичного середовища, законодавства [52, 104].

У цьому підрозділі розглянуто найбільш повний, на нашу думку, перелік ризиків, від загальних до специфічних. У межах дослідження вперше зроблено оцінку можливості проведення інтеграційної реструктуризації залежно від етапу ЖЦП. Ми вважаємо, що цей момент є принциповим для розробки стратегії зростання і розвитку організацій, які вирішили об'єднатися. Зосередження уваги на цьому аспекті, врахування особливостей рівня розвитку, на якому перебуває галузь, позицій конкурентів допоможе промисловим підприємствам зменшити ризики збанкрутіння, стати об'єктом поглинання, укласти невдалу угоду придбання.

2.3. Системний підхід до проведення інтеграційної реструктуризації

Капіталізована вартість підприємств, їх зовнішнє зростання є наслідком вдалої інтеграційної реструктуризації. ІР є важливим механізмом цих процесів, що підтверджує світова практика. Процес зростання мотивується необхідністю нарощувати конкурентні переваги господарюючого суб'єкта. Відбувається це шляхом освоєння нових ринків, операційної та фінансової синергії, заощадження на трансакційних витратах, вдалої диверсифікації ризиків. Актуальність дослідження ІР на мікроекономічному рівні визначається дещо суперечливим характером цих процесів. З одного боку, існує об'єктивна необхідність проводити інтеграційну реструктуризацію, її диктує система світового господарювання, створюючи для цього відповідні умови. З іншого боку, ефективність цих процесів дуже низька.

Питання, пов'язані з використанням аналітичних процедур для обґрунтування економічної доцільності угод інтеграційної реструктуризації, їх можливості, потреби в їх проведенні, ризикованості, результативності для

потенційних (реальних) підприємств – учасників інтеграційного процесу перебувають у центрі уваги таких вчених як: А.І. Белова [105], О.І. Гарафонова [106], А.Е. Воронкова [107], А. Радигін, Р. Ентов, Н. Шмелева [108].

Проте значна частина досліджень ведеться через призму менеджменту. Приділяється увага питанням укладання угод і підходам до управління підприємством після інтеграції, які мають загальний характер, а от аспект аналітичного обґрунтування доцільності ІР, її ефективності, що, на нашу думку, є одним з найважливіших питань, в економічній літературі висвітлено недостатньо.

Лише незначна кількість дослідників вивчає процеси використання аналітичних процедур, які б на практиці допомогли визначитися власникам підприємств, чи доцільно проводити реструктуризацію, які можливості для цього в них є, на які ризики вони йдуть і яких результатів досягнуть. Ми вважаємо, що недостатнє вивчення цих питань пояснюється складністю економічної природи таких угод, відсутністю розуміння того факту, що встановлення максимальної кількості зв'язків між системними компонентами, виявлення найрізноманітніших внутрішніх і зовнішніх факторів, які можуть впливати на процес реструктуризації, визначення можливих наслідків, є надзвичайно важливим.

Стратегія ІР розробляється на підставі даних економічного аналізу, який, у свою чергу, являє собою комплекс аналітичних процедур, що здійснюються з метою отримання висновків та розробки рекомендацій для конкретного суб'єкта [109]. Саме ці дані є основою для розробки планів стратегічного розвитку організації, управління витратами і прибутком, організаційної політики щодо інновацій, інвестицій і кадрів. Таким чином, бачимо, що для інтеграційної реструктуризації підприємств аналіз має першочергове значення. Від його грамотного проведення з урахуванням мети, завдань, специфіки різних етапів залежить успішність інтеграції. Зважаючи на те, що реструктуризаційні процеси, особливо у країнах з

економікою, що розвивається, набувають масового характеру, але в той же час є малоефективними, удосконалення методики аналізу інтеграційних процесів стає нагальною потребою.

Угоди злиттів і поглинань характеризуються складністю через те, що в них беруть участь двоє суб'єктів, які можуть по-різному уявляти собі цілі й завдання інтеграції, характер її проведення, що може призвести до конфлікту. З огляду на це, безсумнівним, на наш погляд, є той факт, що ІР слід розглядати в рамках діалектичного методу пізнання, застосовуючи системний підхід, що дасть змогу правильно визначити завдання і процес проведення аналізу реструктуризації. Це економічне явище слід розглядати як складну динамічну систему, і вивчати її необхідно з огляду на всі наявні зв'язки, як внутрішнього, так і зовнішнього характеру, взаємопідпорядкованість її елементів і їх залежність один від одного [110].

Ми виходимо з тієї передумови, що система є об'єднанням безлічі елементів, з особливими, притаманними тільки цьому об'єднанню, зв'язками між компонентами і зовнішнім оточенням, що робить таку сукупність цілісною, якісно визначеною і цілеспрямованою. Враховуючи це, робимо висновок про інтеграційні злиття і поглинання як про складну систему з комплексом підсистем різних рівнів, яким притаманна цілісність і автономність, якісна визначеність, замкненість, наявність зв'язків між елементами та із зовнішнім середовищем, при цьому кожна з підсистем може функціонувати самостійно [111, 112].

Саме такими утвореннями є підприємства, які беруть участь в угодах ІР. Ці організації є системами, спрямованими на стратегічний розвиток, вони утворені із сукупності елементів, які мають між собою тісні зв'язки і необхідність яких визначається завданнями проведення інтеграції та її умовами. Загальну схему складної системи подано у вигляді моделі на рис. 2.22.

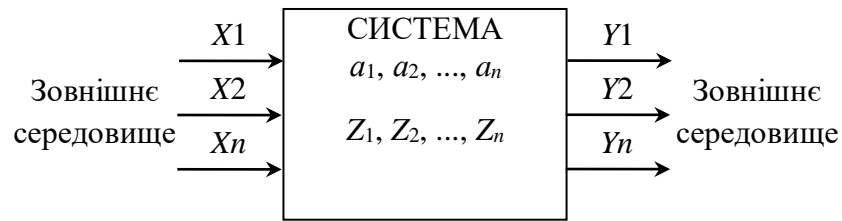


Рис. 2.22. Схема моделі складної системи

Джерело: Авторська розробка

На рис. 2.22. елементи X_1, X_2, \dots, X_n означають вхідні змінні (це можуть бути плани щодо випуску й реалізації продукції, ресурсна база, залучення кредитів, матеріальні ресурси, які постачаються до системи). Елементами Y_1, Y_2, \dots, Y_n позначено вихідні змінні (серед них – обсяг випущеної продукції, якісні показники використання ресурсної бази, фінансові результати тощо). Елементи Z_1, Z_2, \dots, Z_n виступають характеристикою поточного стану системи (чи не порушуються плани випуску продукції та її продажу в поточному періоді, чи відповідають поточні якісні і кількісні показники використання ресурсної бази встановленому рівню). Індекси a_1, a_2, \dots, a_n є параметрами системи (нормами і нормативами, які приймаються для певного підприємства залежно від кількісних і якісних показників використання його ресурсної бази, фінансових коефіцієнтів). Завдяки входам і виходам здійснюється зв'язок системи з іншими системами, тобто зовнішнім середовищем. Зміни стану підприємства, що при цьому відбуваються, фіксуються елементами Z_1, Z_2, \dots, Z_n , вони відображають всі перетворення системи під впливом сигналів, які надходять із зовнішнього середовища і від внутрішніх системних процесів [113, 114]. Ми пропонуємо проаналізувати складнішу модель реструктуризації, що являє собою об'єднання в єдину систему кількох підприємств і потребує врахування наряду інтеграції (рис. 2.23.).

На рис. 2.23. автор навів схеми трьох моделей складних систем, які можна спостерігати при злиттях і поглинаннях підприємств.

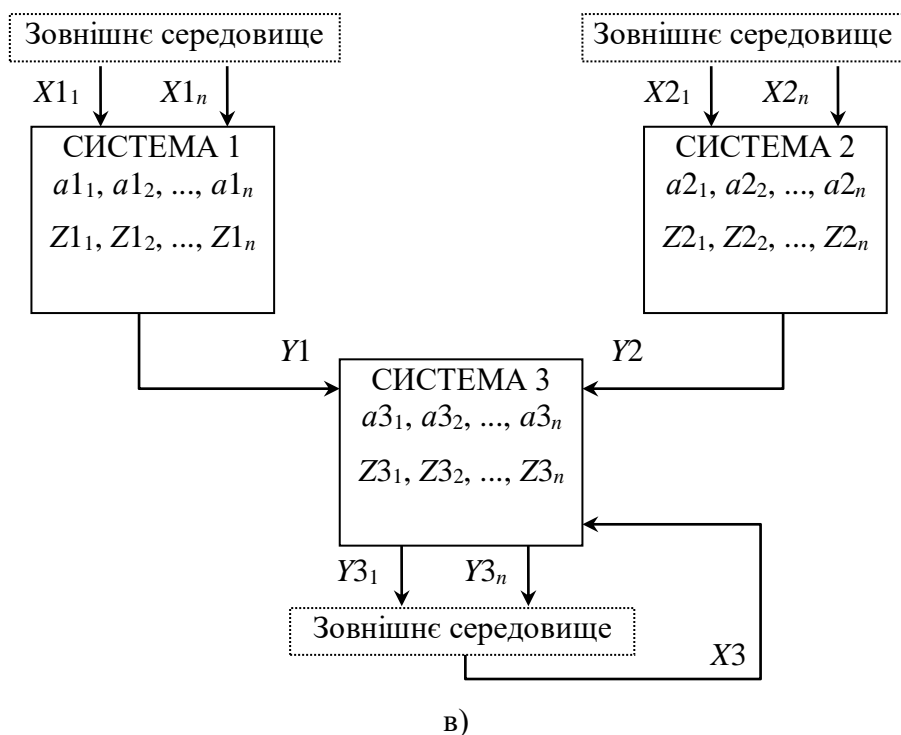
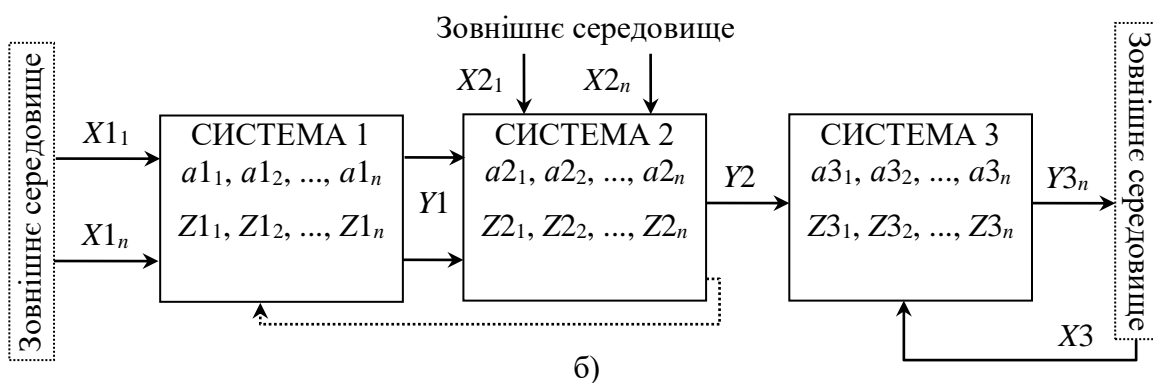
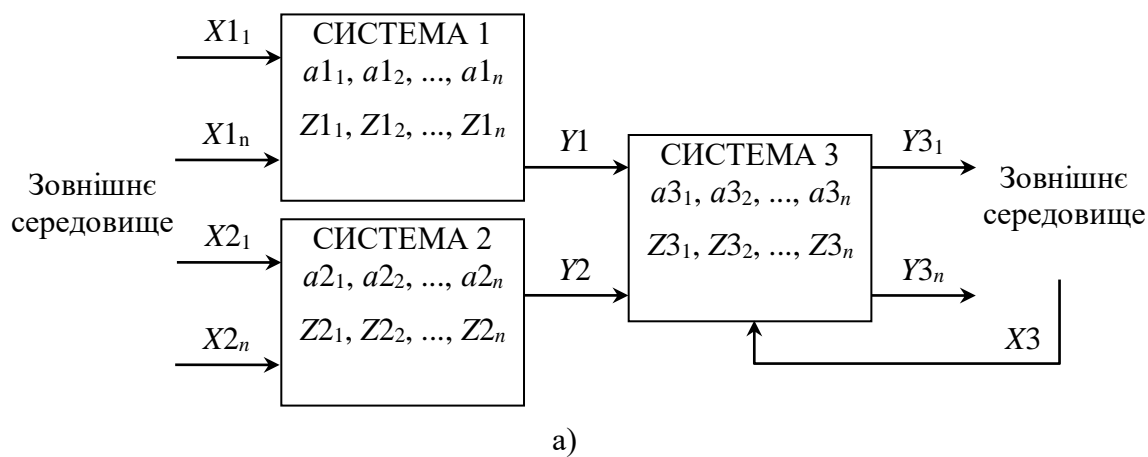


Рис. 2.23. Модель складної системи реструктуризації: а – при горизонтальній інтеграції; б – при вертикальній інтеграції; в – у разі конгломерату
Джерело: Авторська розробка

Об'єднує ці схеми загальна структура складної системи, яка полягає в наявності принаймні двох сторін, що беруть участь в інтеграційній реструктуризації (на рис. 2.23 це «Система 1» і «Система 2» відповідно до моделі підприємства, що являє собою складну систему, Блок «Система 3» – це інтегроване підприємство). На відмінності у схемах, наведених на рис. 2.23, впливає напрям інтеграції.

Схема, подана на рис. 2.23.а, ілюструє горизонтальну інтеграцію. Вище ми розглянули, що у такому випадку об'єднуються господарюючі суб'єкти з однаковими виробничими і бізнес-профілями. Таке об'єднання відбувається з метою створення масштабу, що дозволить збільшити конкурентні переваги і зайняти більш вигідну позицію в галузі порівняно з конкурентами. Фактори зовнішнього середовища (вхідні змінні системи) загалом однакові, тому на рисунку вони подані у вигляді єдиного для систем 1 і 2 блоку – «Зовнішнє середовище».

Системи 1 і 2 за структурою майже однакові, тому що відбувається злиття підприємств однієї галузі (елементи Z та індекси a в них майже тотожні).

Система 3 (інтегрований суб'єкт господарювання) – нове утворення, результат горизонтальної інтеграції. Його елементи Z та індекси a відрізняються від таких же параметрів систем 1 і 2, ці ж параметри, точніше їх співвідношення, свідчать про досягнення чи недосягнення синергетичного ефекту. У системи 3 – свої вихідні змінні Y (які відрізняються від Y_1 і Y_2), вони визначають, як змінилися взаємозв'язки із зовнішнім середовищем (X_3), відзначимо, що вплив цих зв'язків двосторонній.

На рис. 2.23.б наведено схему вертикальної інтеграції у випадку об'єднання підприємств, які не були конкурентами, проте являють собою ланки одного виробничого ланцюга. Зазвичай такими є відносини між виробником і постачальником сировини. Особливості вертикальної інтеграції зумовлюють появу моделі складної системи, яка відрізняється від поданої на рис. 2.23.а.

У випадку вертикальної інтеграції об'єднуються підприємства різних профілів і з різними підходами до ведення бізнесу, а отже, і вплив факторів зовнішнього середовища у них теж різний. З огляду на це для систем 1 і 2 нами було виділено окремі блоки вхідних змінних: $[X_{11}, \dots, X_{1n}]$ і $[X_{21}, \dots, X_{2n}]$ відповідно. У цьому випадку вихідний параметр системи 1 (наприклад, продукція чи послуги постачальника сировини) буде вхідним для системи 2 (виробника). Тому системи 1 і 2 на рис. 2.23.б поєднані послідовно.

Якщо у випадку горизонтальної інтеграції переважає злиття, то вертикальну інтеграцію однаковою мірою характеризують як злиття, так і поглинання. Тому на рис. 2.12 наведено два випадки об'єднання підприємств по вертикалі:

- рис. 2.23.б – злиття (поява блоку «Система 3»);
- рис. 2.23.в – поглинання (до блоку «Система 1» проведена пунктирна стрілка від блоку «Система 2», яка «замикає» нову систему, цілісну й автономну). Структура новоутвореної системи 3 (її елементи Z та індекси a) не схожа на структуру систем 1 і 2. Це зумовлює зміну вихідного елемента Y (Y_3) і факторів зовнішнього середовища, що впливають на систему (X_3). Характер цього впливу, як і у випадку горизонтальної інтеграції, двосторонній.

Найчастіше підприємство-виробник (система 2 на рис. 2.23.б) поглинає підприємство-постачальника (система 1). У результаті замикається ланцюг «система 2 – система 1» (пунктирна стрілка на рис. 2.23.б) і змінюється вихідний елемент системи 1 чи 2, перетворюючись на Y_3 . аналогічно до розглянутого випадку злиття змінюється вплив зовнішніх факторів (X_3) у кількісному або якісному вимірі.

Модель складної системи, представлена на рис. 2.23.в, – відображення конгломератного злиття/поглинання. У цьому випадку підприємства, що умовно представлені блоками «Система 1» і «Система 2», спочатку не мають між собою зв'язків. Конгломератна інтеграція передбачає об'єднання господарюючих суб'єктів з різними бізнес-профілями, з різних виробничих

або фінансових ланцюгів, які ніяк не пов'язані між собою. зважаючи на це, нами виділено різні блоки «Зовнішнє середовище» для двох систем, адже їхні вхідні елементи (X_1 і X_2) будуть суттєво відрізнятися. Така ж різниця буде між структурними компонентами самих систем і вихідними елементами (Y_1 і Y_2). Нова система 3, яка утворюється в результаті об'єднання систем 1 і 2, як і в попередньо розглянутих моделях, буде мати нові зв'язки із зовнішнім середовищем, набір структурних елементів, що не будуть схожі на складові систем 1 і 2, і новий вихідний елемент (Y_3). Якщо відбудеться поглинання, то структурні елементи систем 1 і 2 також зазнають змін, перетвориться структура вихідних компонентів (Y_3) і факторів зовнішнього середовища (X_3).

Проаналізувавши моделі систем, наведені на рис. 2.23., робимо висновок, що в процесі злиття/поглинання об'єднуються багатоелементні системи. Ці системи пов'язані між собою, а також перебувають під впливом факторів зовнішнього середовища. У результаті об'єднання утворюється нова більш складна система. Її кількісні і якісні характеристики відрізняються від тих, які були притаманні кожній окремій системі до моменту інтеграції. відбуваються зміни всередині системи, утворюються нові зв'язки між її структурними елементами, в результаті – взаємовідносини із зовнішнім середовищем набувають нових форм. Зважаючи на це, саме системний підхід, на нашу думку, дасть змогу правильно встановити логічні зв'язки між об'єднаними системами і проаналізувати характер взаємовпливу їхніх структурних компонентів. На нашу думку, з точки зору економічного аналізу системний підхід передбачає, що вивчення досліджуваного об'єкта неможливе без урахування внутрішніх і зовнішніх зв'язків між його компонентами та їх економічними показниками, їх взаємної підпорядкованості і залежності.

Організаційну модель системи інтеграційної реструктуризації підприємства наведено на рис. 2.24. Вона відрізняється від моделі, поданої на рис. 2.23., тим, що в ній враховано фактори, які загрожують цілісності основних елементів (підсистем) інтегрованої системи [115, 116].

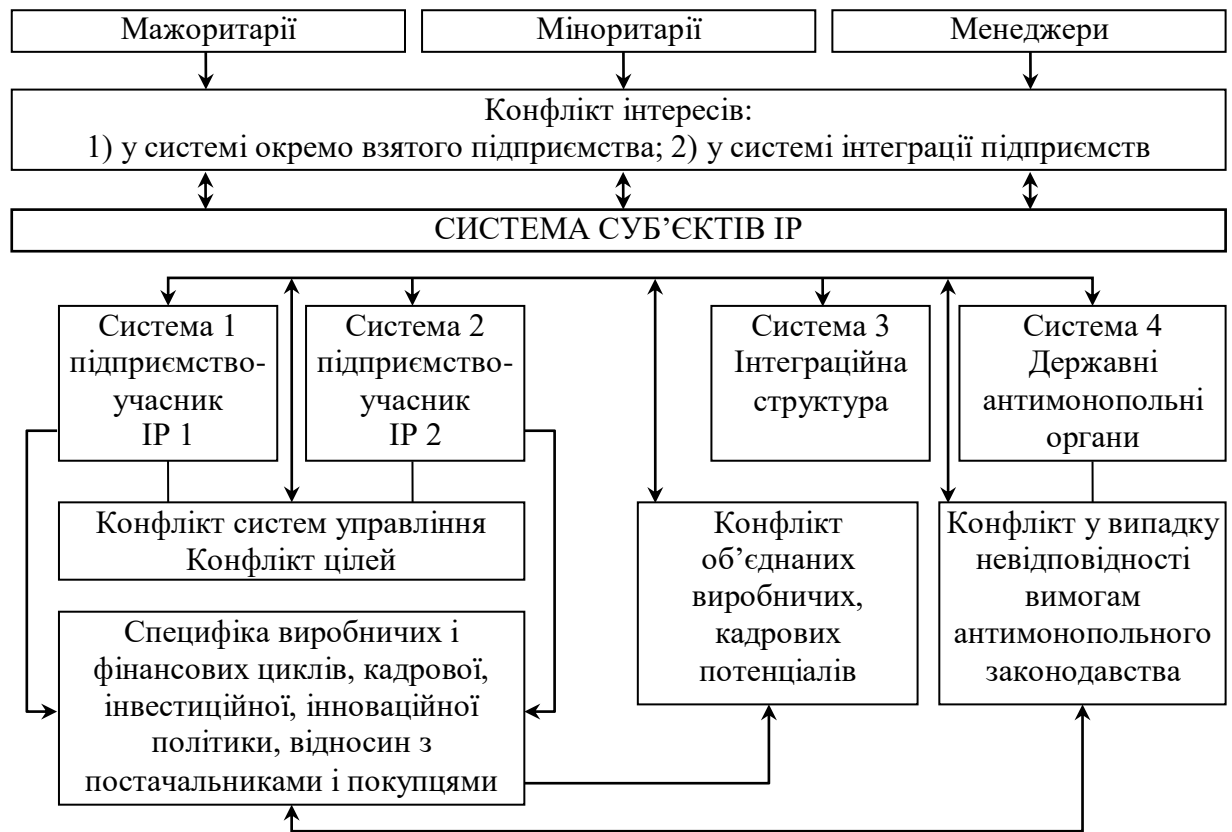


Рис. 2.24. Організаційна модель системи інтеграційної реструктуризації підприємств при злитті/поглинанні

Джерело: Авторська розробка

Серед цих факторів найбільш впливовими, на нашу думку, є:

– конфлікт між власниками і менеджерами об'єднаних підприємств через розбіжності в їхніх інтересах. Вище нами було доведено, що, як правило, їхні мотиви не збігаються.

– конфлікт у системах управління: в об'єднаній структурі підприємств одним з першочергових стає питання управління реструктуризованим бізнесом. У моделі управління кожного з підприємств враховано їх специфіку. У випадку злиття/поглинання необхідно провести оцінку ефективності кожної із систем управління і визначити, яка з них буде найбільш ефективною в нових умовах. У цьому випадку може виникнути непорозуміння між управлінцями, які не будуть готові втрачати свої керівні посади.

Проаналізувавши схему, наведену на рис. 2.24., робимо ряд висновків. Суб'єкти інтеграційної реструктуризації утворюють систему зі складною структурою: системи 1-4 – це інтегровані підприємства і державні антимонопольні органи, які ми виділяємо окремим самостійним елементом, особливо в тому випадку, якщо цілісності системи загрожують певні фактори. Складові компоненти цих систем можуть вступати в суперечність. Один з найголовніших конфліктів може виникнути між агентськими групами – міноритаріями-менеджерами, які не знаходять спільної позиції в питаннях стратегічного розвитку підприємства, дивідендної політики, управління прибутком. Також суперечності можливі між інтегрованими суб'єктами, тобто між різними підсистемами [117, с. 123-124; 118]:

- об'єднаними підприємствами: стратегічні цілі підприємств можуть не збігатися, особливо якщо відбувається недружнє поглинання; відбувається конфлікт між системами управління, кожна з яких характеризується специфікою виробничих процесів і фінансових циклів, різною кадровою інноваційною та інвестиційною політикою, налагодженими відносинами постачальниками. Не завжди процеси управління, прийнятні для одного підприємства, можна легко застосовувати на іншому. Також вагомим проблемним аспектом є управлінські позиції, які зазвичай займають представники лише одного з інтегрованих підприємств:

- об'єднаними підприємствами і державними антимонопольними органами: держава обмежує на законодавчому рівні масштаби інтеграції, і якщо їх порушити, то угоду злиття/поглинання може бути анульована;

- інтегрованими підприємствами і об'єднаною структурою: якщо припуститися помилок на етапі планування злиття/поглинання, неправильно оцінити інвестиційну привабливість суб'єктів господарювання, їх економічний потенціал, то можуть виникнути всередині нової системи.

Отже, щойно утворена система характеризується наявністю інтегративних зв'язків, однак це не гарантує безпроблемного об'єднання, протиріччя можуть виникати на різних рівнях і між різними елементами, а це

може загрозувати цілісності системи. Ми вважаємо, що економічний аналіз ІР необхідно будувати таким чином, щоб за його допомогою можна було вчасно виявити фактори, які перешкоджають об'єднанню. Це дозволить спланувати процес злиття/поглинання без ризиків і створити в результаті добре збалансовану систему.

Ми узагальнили різні точки зору дослідників (П. Гохана [119], Ю.В. Ігнатишина [120], А.В. Козаченко [121], Н.Б. Рудика [122]) стосовно особливостей економічного аналізу ІР і дійшли висновку про необхідність здійснення двох видів аналізу:

- зовнішнього фінансового, для отримання даних щодо фінансового стану підприємства-мети (у разі об'єднання рівноправних суб'єктів – обох підприємств);

- інвестиційного, щоб об'єктивно оцінити доцільність вкладення коштів у купівлю підприємства-мети.

Якщо розглядати це питання з точки зору системного підходу, то, на нашу думку, такі позиції обмежені, що пояснюється особливостями угод злиттів/поглинань:

- комплексність. Передбачає охоплення всіх сторін діяльності об'єкта, які є значущими для укладання угоди злиття/поглинання, всебічний аналіз їх причинно-наслідкових зв'язків і впливу на економіку управління організацією, дослідження факторів, які свідчать про внутрішні протиріччя, позитивні й негативні аспекти кожного процесу чи явища;

- різноспрямованість інтересів суб'єктів – учасників угоди злиття/поглинання, відмінність їхніх поведінкових стратегій, що необхідно враховувати на етапі розробки аналітичних процедур;

- складність угод ІР з точки зору їх економічної природи: це, по суті, інвестиційна діяльність, однак вкладення здійснюється не в окремий актив, а в господарюючий суб'єкт. Мета такої діяльності полягає не стільки отриманні прибутку, скільки в збільшенні капіталізованої вартості підприємства, в результаті чого в суб'єкта господарювання з'являється

конкурентні переваги. Ці переваги визначаються зовнішнім середовищем, що вимагає проводити багатоаспектний аналіз;

- об'єднання різних структур. Відмінна організаційна будова, неоднакові виробничі й кадрові потенціали підприємств мають бути оцінені з позиції доцільності об'єднання. І якщо інтеграція можлива, у подальшому необхідно розробляти систему діагностики, за допомогою якої можна буде оперативно оцінювати діяльність новоутвореного підприємства, а також систему показників для перспективного оцінювання;

- багатоетапність інтеграційного процесу. Угода про злиття/поглинання укладається в кілька етапів: передінтеграційний, власне інтеграційний і постінтеграційний. Кожен з них характеризується певним набором цілей, залежно від яких визначаються особливості завдань аналізу;

- характер інтеграції. Дружнє злиття або вороже поглинання – від специфіки процесу об'єднання залежить інформаційна база, на підставі якої будуть формулюватися управлінські рішення.

Наведені характеристики інтеграційних угод зумовлюють особливості аналізу злиття/поглинання [123, 124]:

- під аналіз підпадає мінімум три об'єкта: два об'єднаних підприємства (підприємство-1 і підприємство-2 або підприємство-мета і підприємство-поглинач) і одне нове, що утворилося в результаті інтеграції (структура);

- виокремлення трьох блоків аналізу на різних етапах: передінтеграційному, власне інтеграційному і постінтеграційному, адже кожен блок аналізується окремо залежно від мети і завдань. доцільно виділити і такий етап, як дезінтеграція – четвертий блок, у межах якого з'ясовуються причини поділу бізнесу і наслідки, зумовлені припиненням діяльності організації. Аналіз на передінтеграційному етапі зумовлюється цілями процесу об'єднання (в якій сфері планується досягти ефекту – фінансовій і (або) операційній), його напрямом (горизонтальна, вертикальна

або конгломератна інтеграція) і характером (дружнє злиття або вороже поглинання);

– комплексність: одночасно застосовуються різні види аналізу (залежно від джерел інформації – фінансовий, внутрішньогосподарський і управлінський аналіз; категорій користувачів – зовнішній і внутрішній; тимчасової ознаки – ретроспективний, оперативний і перспективний).

Ґрунтуючись на концепції системного підходу, а також з огляду на окреслені особливості угод злиття/поглинання, специфіку економічного аналізу процесів інтеграції, що зумовлюється цими особливостями, можна сформулювати мету економічного аналізу ІР.

Економічний аналіз інтеграційної реструктуризації господарюючого суб'єкта здійснюється з метою визначення для підприємства-поглинача об'єктивної потреби і доцільності, а також можливостей, ризиків і очікуваних результатів інтеграції; для підприємства-мети – з метою обґрунтування інвестиційної привабливості; для обох підприємств на етапі об'єднання – з метою підготовки аналітичної інформації, на підставі якої буде розроблено інтеграційну стратегію, виявлення факторів, що в майбутньому можуть стати перепоною в реалізації стратегії; для інтегрованого підприємства – з метою оцінки оперативного та фінансового синергічного ефекту, досягнутого при інтеграції, або з'ясування причин його відсутності; для ліквідованого або розукрупненого об'єднаного підприємства – з метою виявлення причин невдачі та її наслідків [125].

Наведене нами визначення мети аналізу, спільної для всіх учасників і процесів ІР, необхідно конкретизувати, врахувавши етапи життєвого циклу об'єднання бізнесу (рис. 2.25.).

Наведена на рис. 2.25. крива життєвого циклу злиття/поглинання бізнесу відображає ключові етапи ІР: І етап – передінтеграційний (аналізується доцільність, можливості інтеграції, витрати, необхідні на її проведення, і прогнозуються її результати).

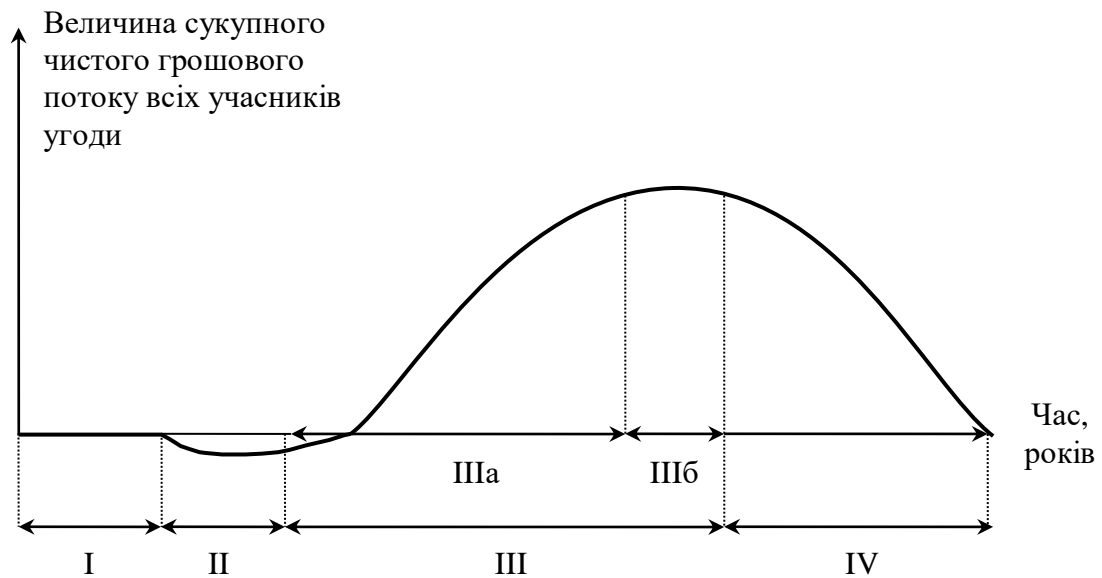


Рис. 2.25. Крива життєвого циклу інтеграції (етапи): I – передінтеграційний етап; II – етап інтеграції; III – постінтеграційний етап; IIIa – підетап позитивного синергічного ефекту; IIIб – підетап стабільного розвитку і нульового синергічного ефекту; IV – дезінтеграційний етап
Джерело: Авторська розробка

II етап – власне інтеграція (здійснюються витрати безпосередньо на злиття/поглинання і юридично оформлюється угода про інтеграцію); III етап – постінтеграція (вже об'єднане нове підприємство проходить стадію становлення, починає функціонувати); IIIa підетап – стадія ефекту синергії, якщо угода злиття/поглинання дала позитивний результат; IIIб підетап – стабільний розвиток без синергічного ефекту; в разі настання розглядається IV етап – дезінтеграція (невпинне зниження розміру грошового потоку, вихід з бізнесу – припинення функціонування) [126].

На кожному етапі інтеграції виникають специфічні цілі, яких необхідно досягти підприємствам для успішного об'єднання. Зміст цих цілей зумовлюють особливості різних етапів життєвого циклу злиття/поглинання. З урахуванням цього пропонуємо дерево цілей економічного аналізу процесу інтеграції (рис. 2.26.). Перелік завдань має ґрунтуватися на їх поділі відповідно до стадії IP.

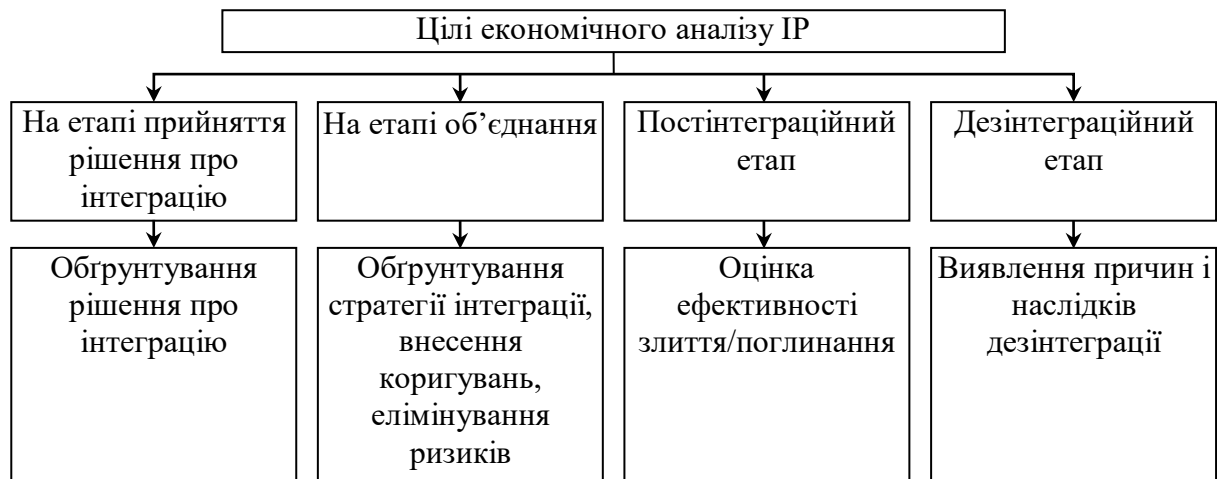


Рис. 2.26. Цілі аналізу інтеграційної реструктуризації підприємства залежно від стадій інтеграційного процесу

Джерело: Систематизовано автором

На підставі схеми рис. 2.26. робимо висновок, що на кожному етапі інтеграції перед аналітиком виникають унікальні й відособлені завдання. З огляду на це, на нашу думку, систематизація Передінтеграційний етап характеризується такими особливостями:

– обґрунтування доцільності інтеграції. Підприємство, яке розглядає можливість злиття/поглинання, має здійснити аналіз за такими напрямками: оцінка конкурентів і наявних можливостей для розвитку в галузі, зовнішній фінансово-інвестиційний і внутрішньогосподарський фінансовий аналіз, вивчення системи фінансового менеджменту задля обґрунтування фінансових планів і передбачення результатів майбутньої інтеграції (головну увагу в цьому випадку слід приділити аналізу структури капіталу, оцінці можливостей залучення позикових коштів і доцільності такого кроку, прогнозуванню ризиків) [76];

– вибір «партнера» – об'єкта злиття/поглинання, обґрунтування вибору.

Вибір підприємства-мети передбачає проведення зовнішнього фінансового аналізу задля оцінки показників фінансово-господарської діяльності цього суб'єкта господарювання, що дасть можливість скласти загальне уявлення про привабливість підприємства як об'єкта інвестування. Подальший аналіз, на нашу думку, необхідно проводити з урахуванням виду

угоди (злиття чи поглинання), на пряму інтеграції (горизонтальної, вертикальної чи конгломератної), характеру (дружнє злиття чи вороже поглинання).

2.4. Методичний інструментарій економічного аналізу інтеграційної реструктуризації залежно від стадії життєвого циклу

На нашу думку, в разі поглинання підприємства потрібно проводити його більш ретельний аналіз, ніж при укладанні угоди злиття. Структура капіталу підприємства-поглинача змінюється, перерозподіляються його власні і позикові кошти, всі ризики підприємства-мети воно бере на себе, а це все може загрожувати банкрутством. Тому при поглинанні особливо важливо проводити інвестиційний аналіз підприємства. Такий аналіз складається з двох великих блоків: перший – оцінка інвестиційної привабливості суб'єкта, що поглинається, і факторів, від яких залежить ефективність інвестицій; другий – аналіз параметрів, за якими визначається ризик операцій.

Також ми вважаємо, що важливим фактором у ході проведення аналізу є напрям інтеграції. Вище ми розглянули варіант горизонтального об'єднання підприємств, коли угода укладається між суб'єктами господарювання одного бізнес-профілю. У такій ситуації, на нашу думку, найвагомішим стає внутрішньогосподарський аналіз підприємства, яке поглинається. Така оцінка проводиться, щоб виявити «вузькі місця» інтегрованих підприємств у фінансовому та виробничому циклах, оптимізувати процеси виробництва, постачання і збуту, ефективно управляти діяльністю організації. Однак виконати такі завдання при недружньому поглинанні майже неможливо, адже у підприємства-поглинача немає доступу до внутрішньої інформації.

Якщо відбувається вертикальна інтеграція, то проводити детальний аналіз всіх бізнес-процесів об'єднаних підприємств не має сенсу, адже угода укладається між різнопрофільними організаціями. Але щоб

мінімізувати ризики при злитті/поглинанні, доцільно провести внутрішній фінансовий аналіз з метою обґрунтування привабливості підприємства, яке поглинається, в інвестиційному плані. У цьому випадку необхідно сконцентруватися на узагальненні даних зовнішньої і внутрішньої фінансово інвестиційної оцінки господарюючих суб'єктів, проаналізувати внутрішньогосподарські бізнес-процеси об'єднаних підприємств. Ця інформація дозволяє зробити висновок стосовно інвестиційної привабливості підприємства і доцільності інтеграції [127, 128].

На передінтеграційному етапі необхідно розробити стратегію об'єднання, зосередившись на питаннях фінансового менеджменту, щоб у першу чергу обґрунтувати стратегічний і фінансовий плани інтеграції. Виділені нами особливості угод злиття/поглинання на передінтеграційному етапі лягли в основу авторської схеми, в якій відображено зміст аналітичних процесів об'єднання бізнесу на цьому етапі (рис. 2.27) для підприємства-поглинача і підприємства-мети. Ця схема може бути застосована і у випадку злиття підприємств. Необхідно лише екстраполювати завдання поглинача на обидва суб'єкта господарювання, які беруть участь в інтеграційному процесі.

Відповідно до схеми, аналізу підлягають два великих блоки, об'єктами яких є підприємства – мета (блок «Аналіз інвестиційної привабливості») і поглинач (блок «Аналіз доцільності інтеграційної реструктуризації»). Ми вважаємо, що в межах такого підходу забезпечується наочність тих завдань аналізу, які є пріоритетними для суб'єктів господарювання на етапі прийняття рішення про доцільність об'єднання. За допомогою цієї схеми можна розробити адекватну, обґрунтовану стратегію ІР.

По суті, рис. 2.27. являє собою найбільш повну класифікацію завдань економічного аналізу злиття/поглинання на передінтеграційному етапі. Зауважимо, що на схемі відображено процес дружнього поглинання. У такому випадку внутрішня інформація підприємства-мети, зацікавленого в укладанні угоди, повністю доступна для підприємства-поглинача. При цьому підприємство-мета має виконати низку специфічних завдань, серед яких

найголовніше – забезпечити базу для оцінки ефективності інтеграції, тобто визначити достовірну вартість свого бізнесу.

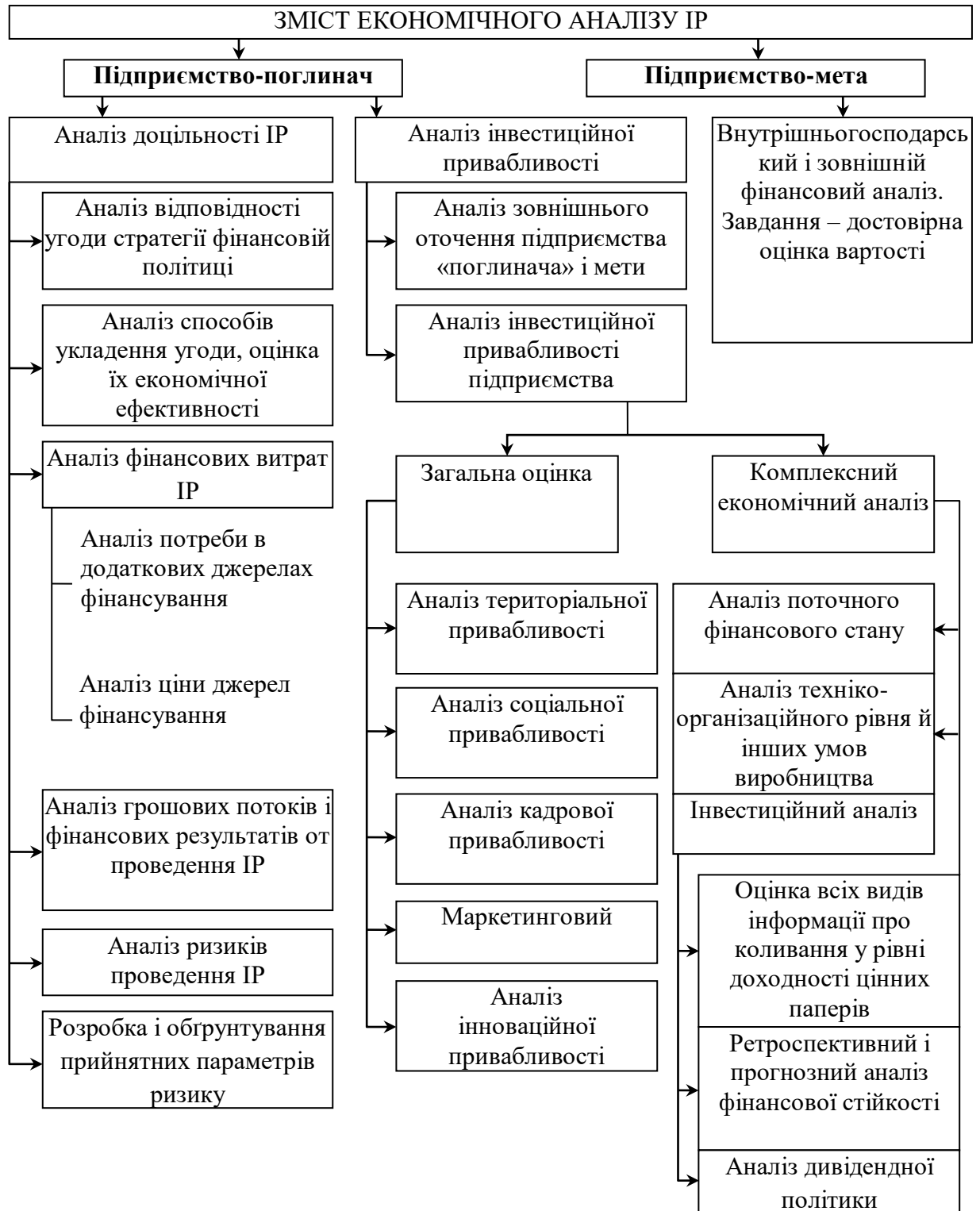


Рис. 2.27. Зміст економічного аналізу інтеграційної реструктуризації на передінтеграційному етапі

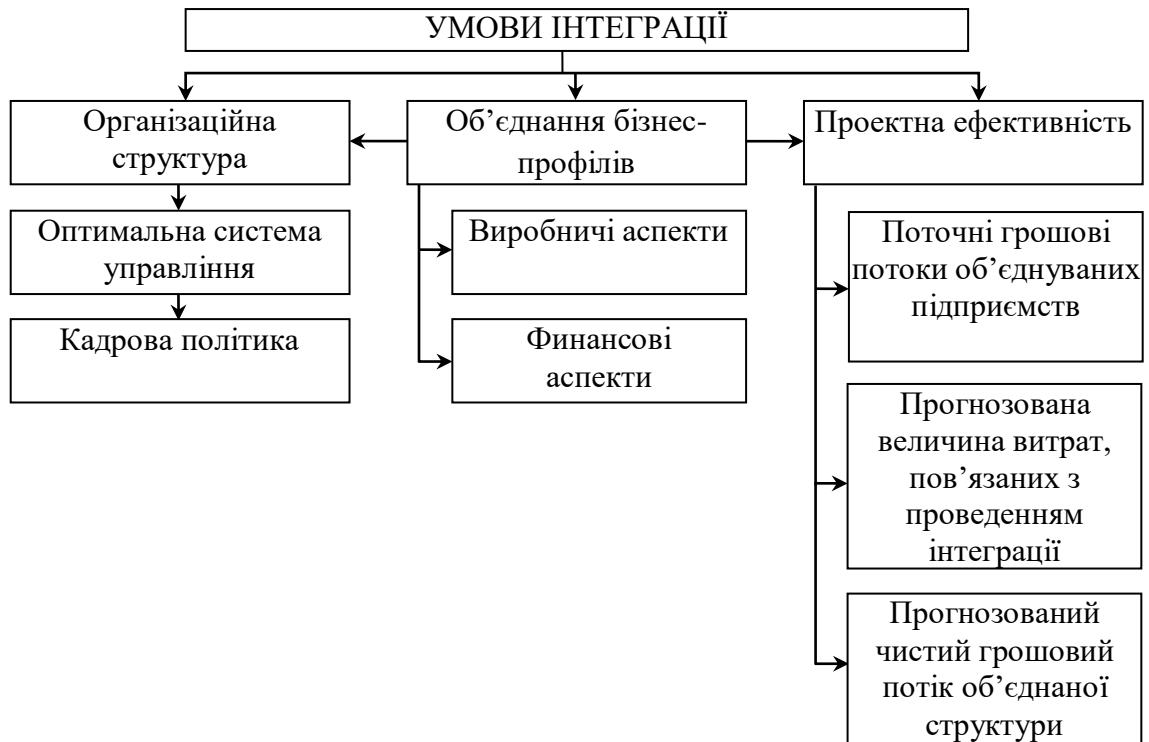
Джерело: Систематизовано автором за даними [120, 129, 130, 131, 132]

Якщо відбувається недружнє поглинання, підприємство-поглинач може робити лише припущення щодо рівня інвестиційної привабливості підприємства-мети на підставі даних галузевого аналізу (рівня конкуренції, становища у галузі, ринкової частки, динаміки змін), адже серед доступних йому засобів оцінки – проведення зовнішнього ретроспективного фінансового аналізу об'єкта поглинання [133]. На цьому етапі інтеграції підприємств необхідно спланувати організаційні заходи і реалізувати їх. Планування, з нашої точки зору, має бути динамічним, тобто коригуватися залежно від змін у бізнесі учасників угоди. На передінтеграційному етапі вважаємо за доцільне виділити два об'єкти аналізу: умови об'єднання і витрати на реалізацію злиття/поглинання (рис. 2.28.).

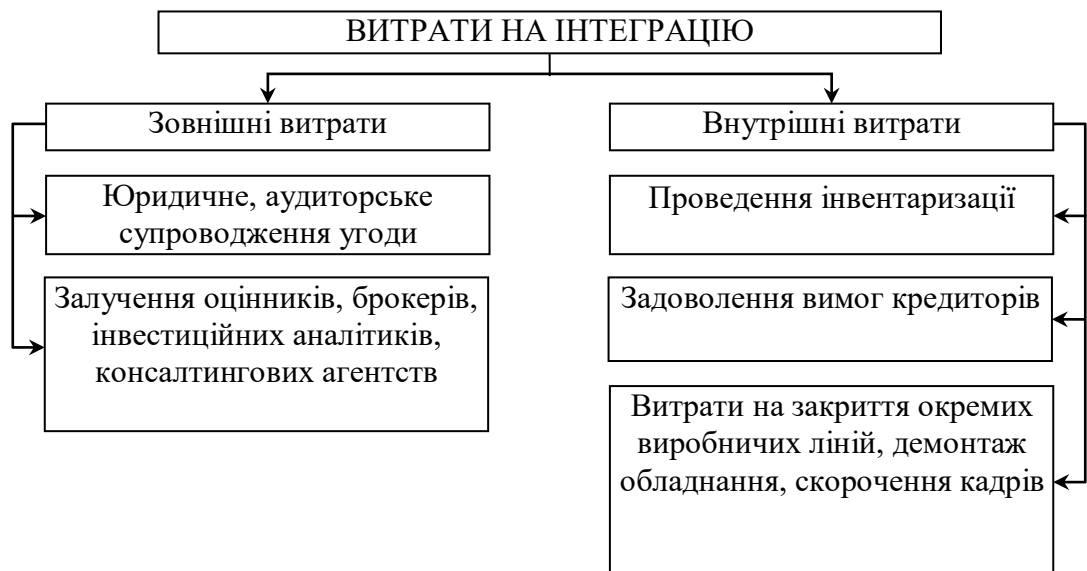
В умовах об'єднання виділяємо два блоки: перший стосується умов комбінації різних виробничих і фінансових аспектів об'єднаних підприємств – «Об'єднання бізнес-профілів» другий пов'язаний з кадровою політикою, адже покликаний забезпечити оптимальну систему управління. Зазвичай ці напрями характеризують випадок злиття підприємств. Якщо відбувається поглинання, особливо вертикальне або конгломератне, то змінам підлягає лише організаційна структура, а також система управління, але лише частково, зазвичай при утворенні холдингу.

На цій стадії аналітик має конкретизувати джерела синергічного ефекту від інтеграції. При горизонтальному злитті/поглинанні складаються два бюджети – фінансовий і операційний, які є еквівалентними. При вертикальному об'єднанні головне значення надається операційному бюджету. У разі конгломеративної інтеграції основна роль надається фінансовому бюджету [132]. Умови об'єднання бізнес-профілів значною мірою визначатимуться планами необхідних обсягів продажів (що сприятиме нарощуванню підприємством конкурентних переваг) і економії комерційних і управлінських витрат (що являє собою найголовніше джерело синергетичного ефекту). Проводячи аналіз на етапі синергії, на нашу думку,

необхідно значну увагу приділити дослідженню рівня витрат на інтеграцію та їх доцільності.



а)



б)

Рис. 2.28. Об'єкти аналізу на інтеграційному етапі інтеграційної реструктуризації: а – умови інтеграції; б – витрати на інтеграцію
Джерело: Побудовано автором за даними [24, 80, 134]

Нами виділено дві групи витрат: внутрішні й зовнішні (що супроводжують угоду). Особливістю постінтеграційного етапу є визначення синергетичного ефекту і комплексний економічний аналіз для суб'єкта господарювання (рис. 2.29).

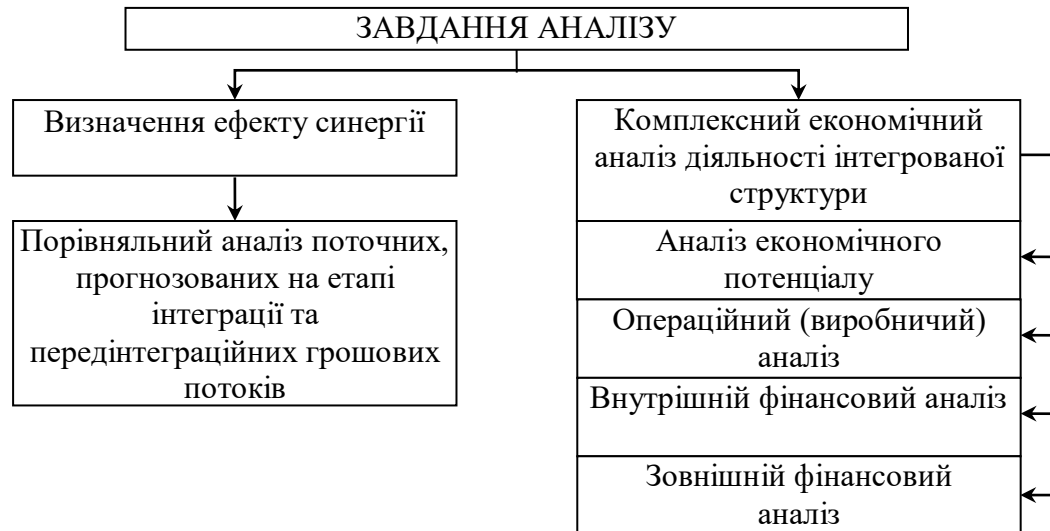


Рис. 2.29. Зміст аналізу інтеграційної реструктуризації на постінтеграційному етапі

Джерело: Систематизовано автором

На нашу думку, на етапі постінтеграції слушно виділити групи завдань аналізу, наведені на рис. 2.18. розглядати окремо завдання комплексного економічного аналізу і визначення ефекту синергії [137]. Ми робимо свій висновок з огляду на те, що фінансове становище об'єднаного підприємства може бути стійким, що забезпечуватиме його конкурентоспроможність, однак при цьому ефекту синергії не спостерігатиметься, і навпаки.

З огляду на особливості кожного з етапів інтеграції, цілі і завдання економічного аналізу ІР, що обумовлюються цими особливостями, а також зважаючи на системно-комплексний підхід до їх аналізу, потребу в якому нами було обґрунтовано, доходимо висновку, що доцільно виділити новий вид прикладного інтеграційного аналізу (економічного аналізу угод злиття/поглинання), схему якого наведено на рис. 2.30.

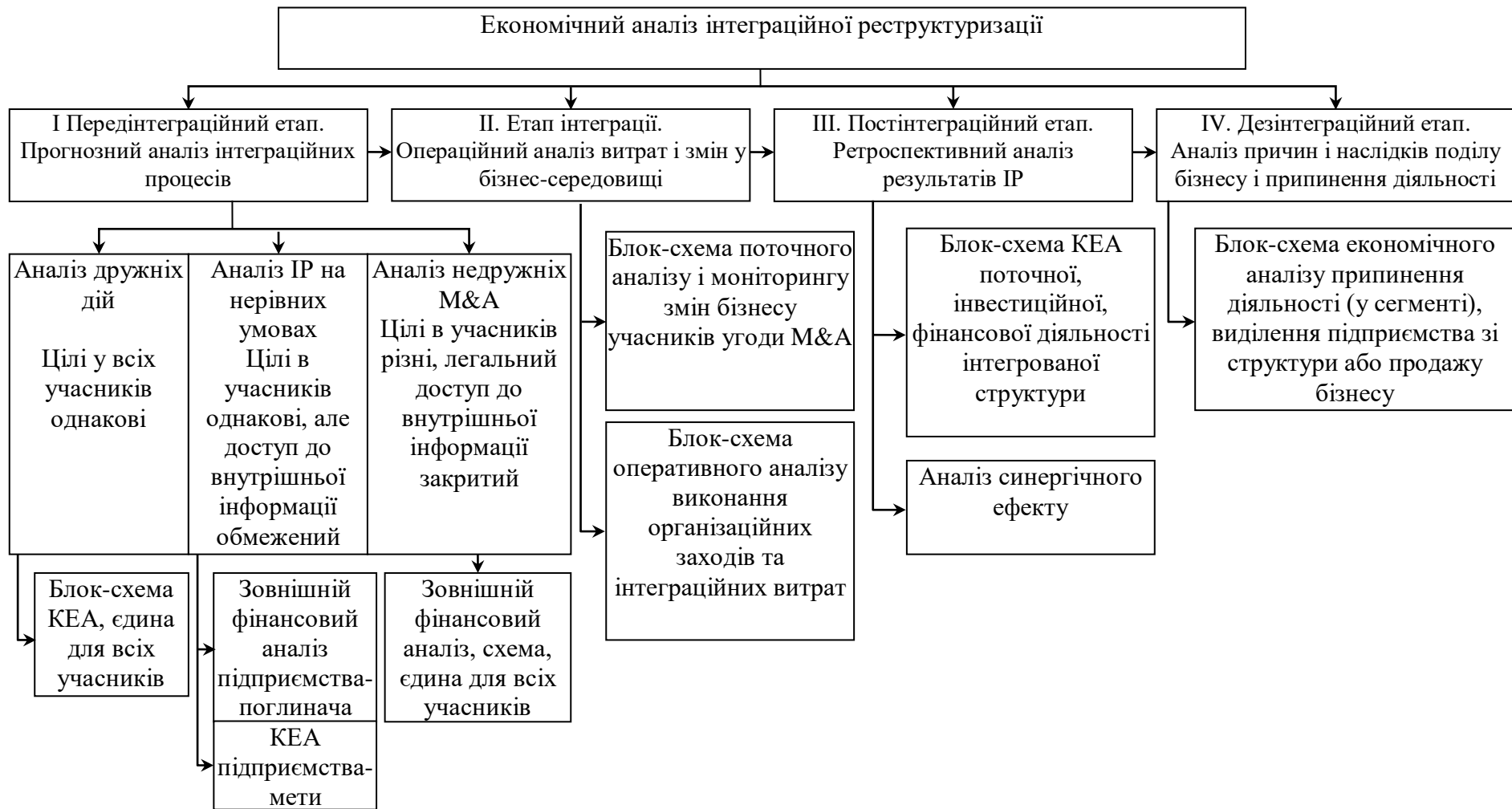


Рис. 2.30. Зміст економічного аналізу інтеграційної реструктуризації промислових підприємств

Джерело: Авторська розробка

Інтеграційний аналіз полягає в проведенні аналітичних процедур на чотирьох рівнях. Це дасть оцінку фінансово-господарської, інвестиційної та інтеграційної діяльності суб'єктів господарювання, в ретроспективному, оперативному та прогнозному розрізах. Ця оцінка буде здійснюватися згідно з цільовою функцією на кожному з етапів злиття/поглинання при обґрунтуванні рішень, що матимуть оперативний, стратегічний і тактичний характер. Наведена на рис. 2.30. схема відображає сформульоване нами визначення інтеграційного аналізу. Схема утворена згідно з концепцією життєвого циклу інтеграції, що наведена на рис. 2.25. У системі життєвого циклу виділяють чотири рівні аналізу: прогнозний – щодо інтеграційних витрат (передінтеграційний етап); оперативний – щодо інтеграційних витрат, а також поточних змін, що відбуваються у бізнес-середовищі (власне інтеграційний етап); ретроспективний – щодо результатів угоди злиття/поглинання (постінтеграційний етап); і останній – аналіз причин поділу бізнесу підприємства і наслідків від припинення діяльності (дезінтеграційний етап).

Ґрунтуючись на особливостях кожного етапу інтеграційної реструктуризації, цілей і завдань, окреслених нами у цьому розділі (рис. 2.27.-2.30.), виділяємо ключові положення стосовно змісту інтеграційного аналізу:

– Прогнозний аналіз процесів злиття/поглинання залежить від характеру інтеграції і ступені відкритості інформації, а тому, по суті, являє собою комплексний економічний аналіз ІР. Якщо відбувається дружнє об'єднання і внутрішня інформація підприємств перебуває у вільному доступі для обох сторін, то схема для них буде єдиною. Якщо інтеграція відбувається на нерівних умовах, то поглинаючому підприємству, за наявності доступу до внутрішньої інформації підприємства-мети, необхідно провести комплексний економічний аналіз останнього (головним чином у випадку горизонтальної інтеграції). Підприємство-мета зі свого боку обмежене у доступі до внутрішньої інформації підприємства-поглинача і

може провести лише зовнішній фінансовий аналіз. При недружньому поглинанні в обох підприємств (як «агресора», так і «жертви») відсутня можливість легально отримати внутрішню інформацію, тому вони можуть проводити лише зовнішній фінансовий аналіз.

– Оперативний аналіз проводиться на етапі інтеграції. Складається з двох блоків: поточного спостереження й аналізу змін, що відбуваються у бізнесі учасників об'єднання; оперативного аналізу проведення операційних заходів і здійснення інтеграційних витрат.

– Ретроспективний аналіз проводиться стосовно досягнутих результатів угоди злиття/поглинання і відбувається на постінтеграційному етапі. Відбувається комплексна економічна оцінка поточної діяльності інтегрованого підприємства (холдингу) в інвестиційному і фінансовому розрізі, а також оцінка ефекту синергії.

– Дезінтеграційний етап передбачає проведення аналізу причин поділу бізнесу і наслідків, до яких привело припинення діяльності підприємства.

Наведену схему включимо в концептуальну модель економічного аналізу інтеграційної реструктуризації (рис. 2.31.), яка складається з п'яти блоків.

Блок 1 «Стратегічний аналіз: попередній огляд узагальнюючих показників фінансово-господарської діяльності (ФГД)».

Елементи такого аналізу застосовуються на передінтеграційному етапі, для окремих підприємств, що беруть участь в інтеграційній реструктуризації, і на постінтеграційному етапі, для інтеграційної структури.

Блок 2 «Комплексний економічний аналіз» [137]. Другий блок складається з кількох підблоків: 2.1 «Аналіз економічного потенціалу», 2.2 «Операційний (виробничий) аналіз», 2.3 «Внутрішній фінансовий аналіз», 2.4 «Зовнішній фінансовий аналіз». При проведенні економічного аналізу на практиці підприємствам не завжди вдається отримати доступ до внутрішньої інформації один одного.

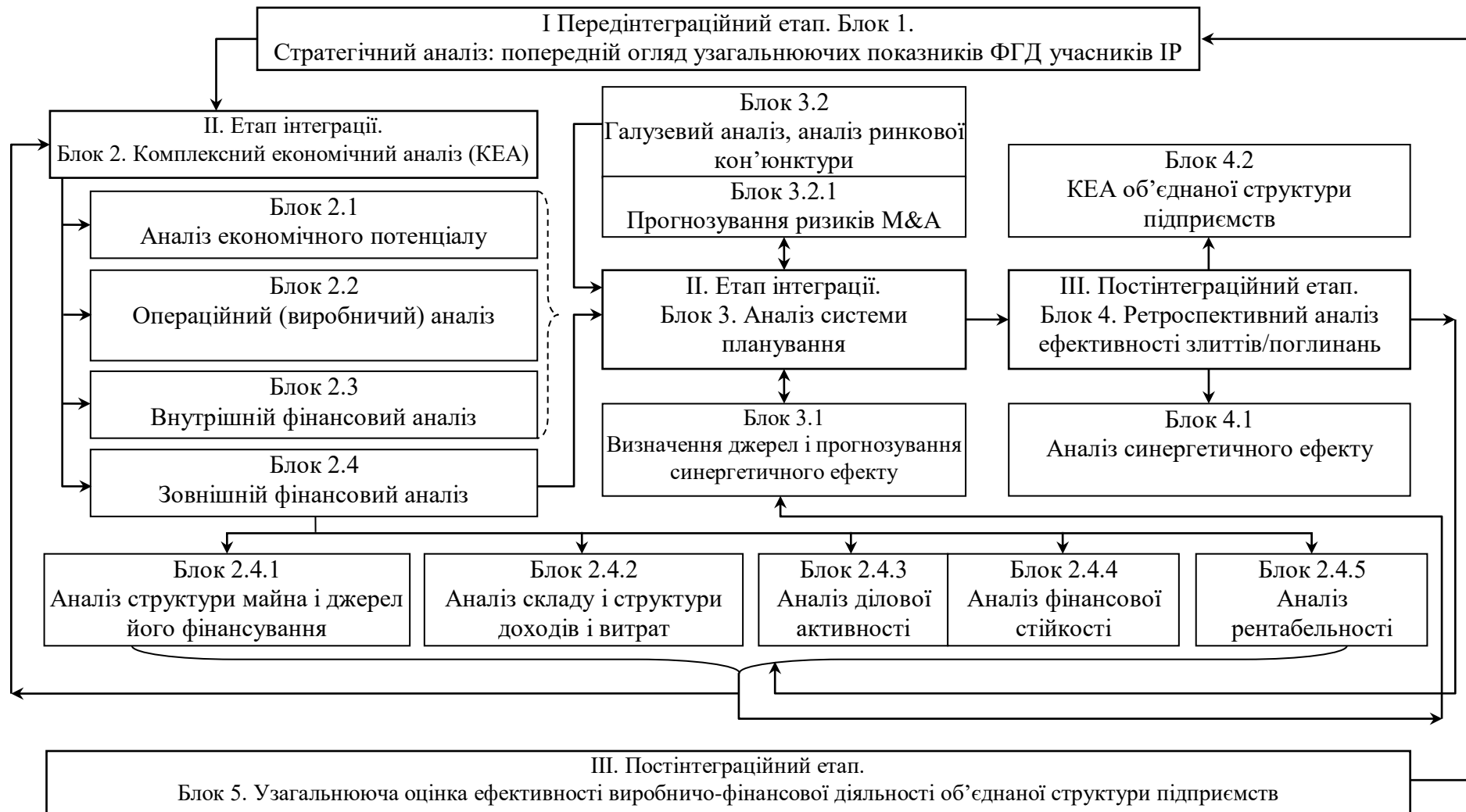


Рис. 2.31. Концептуальна модель проведення економічного аналізу доцільності інтеграційної реструктуризації підприємств

Джерело: Авторська розробка

Тому на рис. 2.31. зв'язок між другим і третім блоками позначено стрілкою від блоку 2.4 до третього блоку, а зв'язок з іншими блоками (2.1, 2.2, 2.3) позначено пунктиром.

На рис. 2.31. також подано концептуальну схему зовнішнього фінансового аналізу. Наведено напрями, що мають бути обов'язково вивчені при ІР: блок 2.4.1 «Аналіз структури майна і джерел фінансування», 2.4.2 «Аналіз складу і структури доходів і витрат», 2.4.3 «Аналіз ділової активності підприємства і оцінка його ринкових сегментів», 2.4.4 «Аналіз фінансової стійкості» (можна доповнити експрес-аналізом кредитоспроможності), 2.4.5 «Аналіз рентабельності».

Блок 3 «Аналіз систем планування і бюджетування» (оперативний аналіз) [135, 136]. Складається з кількох підблоків: 3.1 «Аналіз джерел синергії, які були виявлені на передінтеграційному етапі, прогнозування ключових показників ФГД інтегрованого підприємства і стратегічного ефекту», 3.2 «Аналіз галузі і кон'юнктури ринку», 3.2.1 «Оцінка ризиків».

Блок 4 «Ретроспективний аналіз ефективності ІР». Четвертий блок послідовно пов'язується з третім блоком і включає такі підблоки: 4.1 «Аналіз ефекту синергії», 4.2 «КЕА інтегрованої структури» (потрібен при оцінці синергічного ефекту). Також блок 4 пов'язується з блоком 1, однак у цьому випадку вже йдеться про КЕА інтеграційної структури, з огляду на це актуальності набувають усі підблоки – 2.1-2.4. КЕА інтегрованого підприємства дає підставу робити узагальнюючу оцінку виробничо-фінансовій діяльності організації, її інвестиційній привабливості – блок 5. Далі починається новий етап стратегічного аналізу – через зв'язок блоків 1 і 5. Ґрунтуючись на сформульованих нами висновках щодо цілей, завдань і змісту аналізу інтеграції з огляду на характер процесу злиття/поглинання, робимо загальний висновок про особливості економічного аналізу (табл. 2.7).

Ґрунтуючись на даних табл. 2.7, робимо висновок щодо суттєвих відмінностей в аналізі інтеграційної реструктуризації залежно від характеру

інтеграції. Ці відмінності проявляються за різними класифікаційними ознаками: об'єктами, суб'єктами, користувачами інформації, видами аналізу.

Таблиця 2.7

Особливості економічного аналізу інтеграційної реструктуризації підприємств (з урахуванням характеру інтеграції)

Класифікаційні ознаки	Злиття/поглинання	
	Дружні	Недружні
1. Завдання аналізу (узагальнений перелік)	Провести комплексну оцінку доцільності злиття/поглинання; обґрунтувати вибір джерел фінансування, дати оцінку вартості капіталу; виявити зовнішні та внутрішні фактори, що впливають на економічну, бюджетну, екологічну ефективність капіталовкладень; організувати оперативний моніторинг зміни стану ринків цінних паперів; оцінити можливі варіанти злиття/поглинання, дати оцінку поточній та спрогнозувати майбутню фінансову стійкість підприємства; обґрунтувати оптимальні управлінські рішення з мінімізації ризику, максимізації цільових показників; оптимізувати портфель інвестицій, оцінити його ефективність; дати аналітичне обґрунтування в ході реалізації стратегії злиття/поглинання; здійснити постінтеграційний моніторинг, розробити рекомендації щодо поліпшення кількісних і якісних результатів	
2. Об'єкти аналізу (з позицій систем 1–3, рис. 2.20.)	Економічний потенціал підприємств; фінансові результати діяльності; господарські процеси з виробництва і реалізації продукції, використання всіх видів ресурсів, їх формування і витрачання; інвестиції в реальні активи; інвестиційна привабливість і фінансова стійкість підприємства-мети; цінні папери емітента – підприємства-мети; джерела фінансування капіталовкладень; макроекономічні, фінансові, соціальні тенденції розвитку економіки; технічні, технологічні, соціально-економічні, фінансові, юридичні, екологічні умови реалізації стратегії інтеграції; стан фінансового ринку (міжнародні аспекти)	Економічний і майновий потенціал підприємства-мети; фінансова стійкість; фінансові результати діяльності; цінні папери емітента – підприємства-мети; інвестиційна привабливість; макроекономічні, юридичні умови діяльності; конкурентне середовище
3. Суб'єкти аналізу	Фінансовий, планово-економічний відділи інтегрованих підприємств, бухгалтерія, виробничі, юридичні відділи, відділи технологічного, екологічного контролю, відділи операцій з цінними паперами; зовнішні консультанти; фінансові брокери; фінансові менеджери; аудиторські та консалтингові служби; державні контрольні органи	Фінансовий, планово-економічний відділ, бухгалтерія, відділ операцій з цінними паперами підприємства-поглиначка; менеджери страхових товариств, приватні інвестори; консалтингові компанії

4. Користувачі інформації	Власники підприємств; адміністрація підприємств; державні контрольні органи; органи виконавчої влади; консалтингові, аудиторські фірми; інвестиційні фонди; банки	
5. Використання методів і прийомів аналізу	Методи аналізу (порівняння, балансовий, елімінування, комплексні оцінки, кореляційно-регресійного аналізу, математичного програмування, імітаційного моделювання, простих і складних відсотків, дисконтування); контрольні-аналітичні прийоми дослідження (розрахунок абсолютних і середніх величин, деталізація показників на його складові, зведення і угруповання)	
6. Вид аналізу	Зовнішній, внутрішній, перспективний, оперативний, ретроспективний, комплексний; економічний, фінансовий, інвестиційний	Зовнішній, ретроспективний, перспективний; фінансовий, інвестиційний

Джерело: Систематизовано автором за даними [138, 140, 141, 142, 143]

У межах інтеграційного поєднуються різні види аналізу (рис. 2.32.), тому вважаємо, що на особливості і характер поєднання цих видів аналізу слід звернути окрему увагу. Підкреслимо відмінності між інтеграційним і комплексним аналізом.

Між цією схемою та загальноприйнятими підходами є відмінності, однак при цьому немає суперечностей. Так, система комплексного аналізу фінансово-господарської діяльності промислового підприємства [143], формується на основі ресурсного підходу, який визначає мету комплексного економічного аналізу – оцінку ефективності використання різноманітних видів ресурсів. Підґрунтям для цієї оцінки є дані зовнішнього та внутрішнього господарського і фінансового аналізу. В.Ю. Худoley пропонує структурувати аналітичні процедури в межах комплексного економічного аналізу, застосовуючи процесний підхід, що включає два основні блоки: аналіз ресурсів і оцінка ефективності їх використання, вивчення виробничо-технологічного процесу і з'ясування результативності фінансово-господарської діяльності [145].

На нашу думку, наведені системні підходи не можуть бути основою визначення місця аналізу ІР при проведенні комплексного економічного

аналізу процесу злиття/поглинання. Причин цьому кілька. У межах поданих концепцій аналіз здійснюється однооб'єктно, тобто вивчається господарська діяльність окремо взятого підприємства.

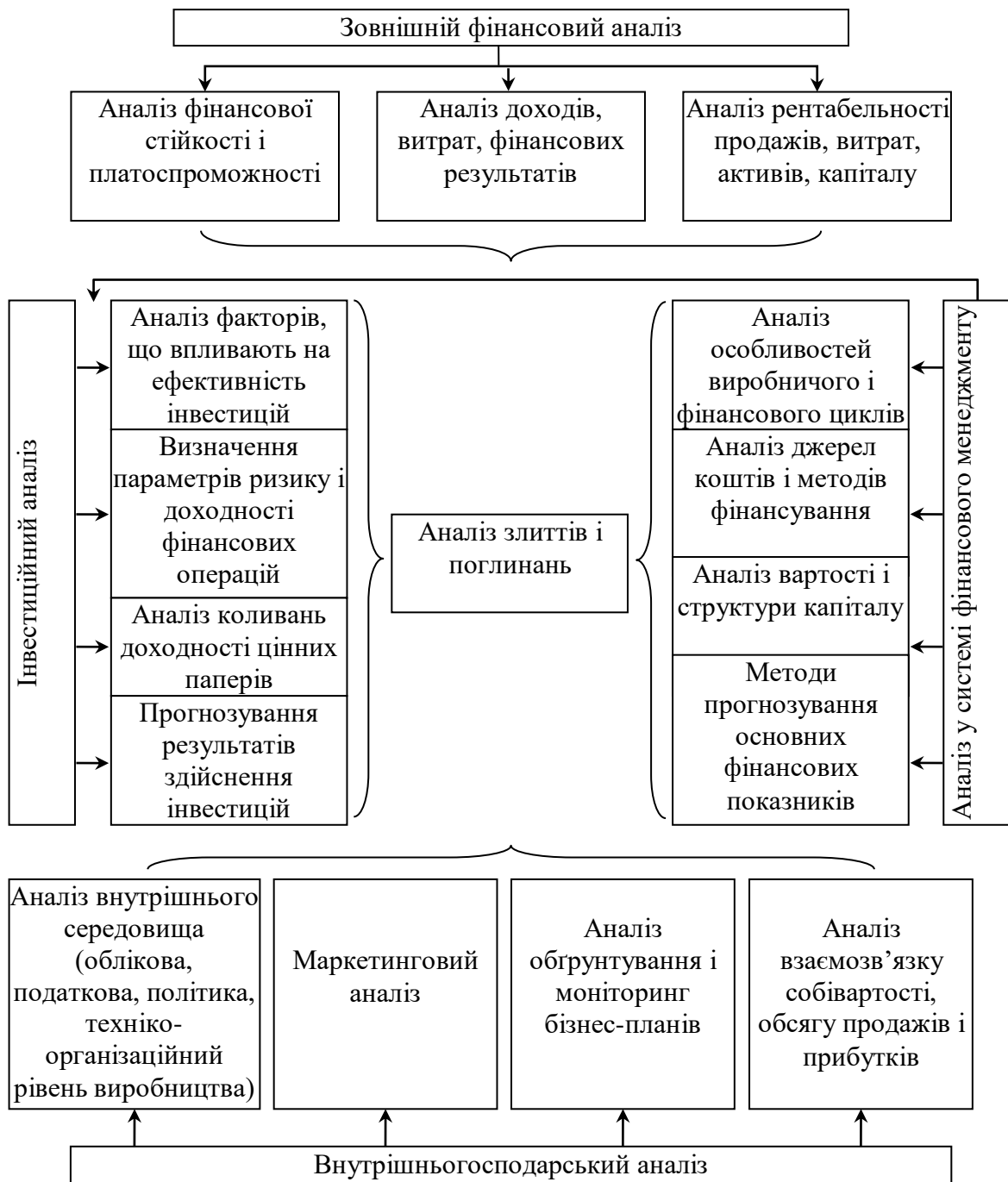


Рис. 2.32. Структура і зміст інтеграційного аналізу за видами економічного аналізу

Джерело: Систематизовано автором за даними [35, 145, 146]

Такий підхід не відповідає реальному становищу, адже, як ми зазначали, в процесі інтеграційної реструктуризації виникає три об'єкти для

аналізу: підприємство-поглинач і підприємство-мета (при злитті відповідно підприємство 1 і підприємство 2), а також нове підприємство, утворене в результаті об'єднання. Усі об'єкти, які піддаються аналізу, пов'язані між собою системою складних зв'язків, тому проведення лише зовнішньофінансової або внутрішньогосподарської оцінки не дасть достовірного аналітичного обґрунтування для того, щоб зробити висновок про доцільність та прогнозовану ефективність інтеграції. Однобічна інформація допоможе зорієнтуватися лише в питанні інвестиційної привабливості підприємств. Однак невисвітленими залишаються такі аспекти: неможливо буде визначити фактори та умови інтеграції, спрогнозувати результати інвестування, розробити систему оптимізації процесів управління об'єднаним підприємством з метою оптимізації його діяльності.

У запропонованій нами схемі аналізу (рис. 2.21.) об'єднано кілька підходів [147, 148, 149, 150, 151, 152]. Нами виділено два блоки аналізу – зовнішньофінансовий і внутрішньогосподарський. При дружньому горизонтальному поглинанні на передінтеграційному етапі, на нашу думку, необхідно проводити аналіз ще за двома напрямками, крім виділених: в системі фінансового менеджменту і за напрямом інвестицій. Оцінка саме цих показників дозволить зробити висновок щодо доцільності інтеграції і розробки стратегічного фінансового плану.

Додаткові блоки, які було нами виділено, також відображені в системі, проте достатньої уваги їм не приділено, тим більше не наголошено на їх важливості через обмеженість аналізу одним об'єктом. Ми вважаємо, що у випадку ІР аналіз у цих двох напрямках не має виступати частиною зовнішньої фінансової чи внутрішньогосподарської оцінки. Такий аналіз є цілком самостійним і, що найголовніше, важливим, адже без його результатів неможливо прийняти обґрунтоване рішення про доцільність інтеграції. Отже, фінансовий (зовнішній і внутрішній), а також внутрішньогосподарський аналіз бізнес-процесів дають аналітику необхідну інформацію щодо інвестиційної привабливості об'єднаних підприємств, інвестиційний аналіз

дає змогу оцінити доцільність інтеграції і зважити всі ризики. На підставі аналізу системи фінансового менеджменту обґрунтовуються критерії, якими буде керуватися керівництво інтегрованої структури для її успішного функціонування. Ми вважаємо, що тільки об'єднання цих п'яти блоків аналізу має забезпечити комплексність оцінки інтеграційної реструктуризації для промислових підприємств.

Висновки до другого розділу

У другому розділі роботи визначено особливості протікання інтеграційної реструктуризації у концептуальній взаємодії з моделлю життєвого циклу підприємства. Досліджено організаційну і економічну сутність корпоративних угод злиттів і поглинань та їх входження у інтеграційну реструктуризацію. Проведено оцінювання особливостей протікання інтеграційної реструктуризації в залежності від етапу життєвого циклу підприємства. Проаналізовано можливості застосування системного підходу та методики економічного аналізу в підвищенні результативності інтеграційної реструктуризації.

1. Було проведено принциповий поділ організаційно-методичного спрямування щодо сутності угод злиттів і поглинань та їх входження в техніку інтеграційної реструктуризації. Визначено, що угода злиття має на меті купівлю одним підприємством іншого, з метою утворення однієї, абсолютно нової корпоративної структури, або після інтеграції підприємство-мета може самостійно існувати під акціонерним контролем підприємства-покупця. При реалізації угоди поглинання реструктуризація відбувається за сценарієм повного входження або переходу прав власності до підприємства-покупця. Забезпечується повний контроль власності над придбаними активами.

2. Дихотомія наукових поглядів на природу інтеграційних перетворень і реструктуризаційних змін викликала необхідність принципового виділення категорії «інтеграційна реструктуризація», яку здобувач пропонує визначати таким чином: «інтеграційна реструктуризація» – це процес передачі прав корпоративного контролю від одного суб'єкта господарювання іншому за наслідками угоди злиття або поглинання, з метою побудови організаційно-економічних зв'язків між раніше відокремленими або автономними елементами корпоративної власності для реалізації їх виробничо-технологічного потенціалу і отримання синергетичного ефекту.

3. Дослідження організаційно-економічної сутності операцій злиттів і поглинань показало, що найбільш масштабні і складні реструктуризаційні процеси інтеграційного спрямування в середовищі промислових підприємств відбуваються саме на основі такого виду корпоративних угод, через їх системність, очікувану організаційно-економічну ефективність і гнучкість по відношенню як до підприємства-покупця так і підприємства-мети.

4. Доведено, що з методологічної точки зору, реструктуризація за допомогою злиттів і поглинань стає комплексною моделлю формоутворення і формоперетворення промислових підприємств завдяки акумуляції капітальних актів. Ці процеси стають інституціональними інструментами ринкової трансформації системи виробництва, господарювання і власності і мають інтеграційний вектор спрямування.

5. Дослідження показали, що менеджмент підприємств знижує якість управлінських рішень щодо інтеграційних перетворень, не приймаючи до уваги етап життєвого циклу підприємства (ЖЦП). Такий підхід дозволяє обґрунтувати економічно-вартісну складову злиття / поглинання і визначити ризики об'єднання.

Доведено, що поєднання методично-аналітичного інструментарію теорії фінансів підприємства, стратегічного менеджменту і маркетингу в напрямку визначення ефективності інтеграційної реструктуризації, не дає високого результату. Через це було визначити рівень ефективності

інтеграційної реструктуризації через стратегію створення вартості інтеграційної структури підприємств в довгостроковій перспективі. При цьому модель ЖЦП має відображати і підтверджувати кількісну зміну показника вартості і свідчить про однозначну ефективність інтеграційної реструктуризації.

6. Визначено, що саме злиття і поглинання в середовищі промислових підприємств є механізмами об'єднання багатоелементних систем, що знаходяться у взаємозв'язку і взаємозалежності від чинників зовнішнього середовища, в результаті якого утворюється більш складна система з новими кількісними і якісними характеристиками, обумовленими змінами в структурі, взаємозв'язках складових її елементів, що, у свою чергу, визначає новий характер взаємин із зовнішнім середовищем і усередині інтеграційної структури.

На цій основі було запропоновано використовувати точки контролю» на різних етапах життєвого циклу підприємства з метою оцінки ефективності фінансово-господарської діяльності. На етапі зародження і старіння високий ризик банкрутства, тому підприємству слід контролювати показники платоспроможності і ліквідності, а також фінансової стійкості. На етапі зростання підприємство має відстежувати показники фінансової стійкості (у тому числі для запобігання ворожим захопленням).

7. Була запропонована і обґрунтована концепція інтеграційного економічного аналізу господарюючих суб'єктів, що базується на принципах системності і комплексності. Сформовано задачі і напрямки економічного аналізу злиттів і поглинань промислових підприємств на різних етапах інтеграційної реструктуризації. На передінтеграційному етапі визначається організаційно-економічна доцільність інтеграційної реструктуризації для підприємства-покупця і інвестиційна привабливість підприємства-мети.

На етапі інтеграції визначаються чинники реалізації стратегії інтеграційної реструктуризації та прогнозуються показники оцінювання ефективності інтеграційного процесу. На постінтеграційному етапі надається

зважена оцінка ефективності злиття/поглинання і визначається ефективність створеної інтеграційної структури підприємств.

8. Визначено, що модель інтеграційного аналізу має бути трирівневою системою аналітичних процедур, що дозволятиме надавати ретроспективну, оперативну і прогнозну оцінку фінансово-господарської, інвестиційної, інтеграційної діяльності підприємств об'єктів аналізу, відповідно до заданої цільової функції на кожній стадії інтеграції, в межах обґрунтування рішень стратегічного, оперативного і тактичного характеру.

В межах проведеного дослідження було розроблено методологічні і організаційно-практичні положення застосування економічного аналізу при інтеграційній реструктуризації, які також орієнтовані на забезпечення ухвалення зважених управлінських рішень в ході розробки і обґрунтування стратегії корпоративної інтеграції.

Результати дослідження, які визначають науковий внесок здобувача і визначають наукову новизну дисертаційної роботи представлені в наступному ряді публікацій: [37, 57, 58, 59, 63, 64, 67, 76, 98, 101, 103, 109, 123, 124, 125, 126, 131, 132, 133, 135].

Список використаних джерел до розділу 2

1. Горбатов В. М. Конкурентоспособность и циклы развития интегрированных структур бизнеса. Харьков : ИД «ИНЖЭК», 2006. 592 с.
2. Ансофф И. Новая корпоративная стратегия. Санкт-Петербург : Питер-Ком, 1999. 416 с.
3. Gupta D., Gerchak Y. Quantifying operational synergies in a merger/acquisition. Management Science. 2002. 48 (4). P. 517-533.
4. Занг В.Б. Синергетическая экономика: Время и перемены в нелинейной экономической теории : пер. с англ. Москва : Мир, 1999. 335 с.

5. Zappa M. The Fundamentals of Strategic Logic and Integration for Merger and Acquisition Projects. Switzerland : «Mettler Toledo AG Analytical», 2008. 76 p.
6. Ушкаренко Ю.В. Синергія кооперативної взаємодії. АгроСвіт. 2011. № 12. С. 11-16.
7. Brusco S., Lopomo G., Robinson D.T., Viswanathan S. Efficient mechanisms for Mergers and acquisitions, 2006. 42 p.
8. Мексон М., Альберт М., Хедоури Ф. Основы менеджмента : пер. с англ. И. О. Медведь. 3-е изд. Москва : ООО «И.Д.Вильямс», 2007. 672 с.
9. Пилипенко А. А. Стратегічна інтеграція підприємства: механізм управління та моделювання розвитку. Харків : ВД «ІНЖЕК», 2008. 403 с.
10. Рудык Н. Б. Методы защиты от враждебного поглощения. Москва : Дело, 2008. 384 с.
11. Fitzroy F. R., Acs Z. J., Gerlowski D. A. Management and Economics of Organization. London : Prentice Hall Europe, 1998. 598 p.
12. Bodnar G., Tang Ch., Weintrop J. The value of corporate international diversification. 2003. 35 p. URL: www.bnet.com
13. Green Milford B. Mergers and Aquisitions: Geographical and Spatial Perssppectives. Taylor & Francis Group, 2011. 234 p.
14. Mulcaster W.R. Three Strategic Frameworks. Business Strategy Series. 2009. Vol. 10. №1. P. 68-75.
15. Child J., Faulkner D., Pitkethly R. The Management of International Acquisitions. USA : Oxford University Press, 2001. 268 p.
16. Боди Зви., Кейн Алекс, Маркус Дж. Алан Принципы инвестиций. Москва : Вильямс, 2002. 982 с.
17. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов : пер. с англ. Москва : Олимп–Бизнес, 2004. 1008 с.
18. Брігхем Є. Основи фінансового менеджменту : пер. з англ. Київ : Молодь, 2006. 1000 с.

19. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами. Москва : «Финансы и Статистика», 2003. 800 с.
20. Berzakova V., Bartosova V., Kicova E. Modification of EVA in Value Based Management. *Procedia Economics and Finance*. 2015. №26. P. 317-324.
21. Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*. 2006. №76. P. 323-329.
22. Kinnunen J. Valuing M&A Synergies as (Fuzzy) Real Options. Turku, Finland : Institute for Advanced Management Systems Research, 2010. 23 p.
23. Коупленд Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление : пер. с англ. 2-е изд. Москва : ЗАО «Олимп–Бизнес», 2000. 576 с.
24. Simon Z. Benninga, Sarig H. *Oded Corporate Finance. A valuation approach*. The McGraw-Hill Companies, Inc., 1997. 445 p.
25. Кемпбелл Э., Саммерс Л. Стратегический синергизм. Санкт-Петербург : Питер, 2004. 416 с.
26. Минцберг Г., Куинн Д., Гошал Б. Стратегический процесс. Концепции, проблемы, решения : пер. с англ. Санкт-Петербург : «Питер», 2001. 688 с.
27. Кузьмін О. Є., Кізло М. В. Система контролю діяльності промислового підприємства: формування та формалізація. Актуальні проблеми економіки. 2012. № 4. С. 184-194.
28. Портер М. Конкурентная стратегия: Методика анализа отраслей и конкурентов : пер. с англ. И. Минервина. 2-е изд. Москва : Альпина Бизнес Букс, 2006. 452 с.
29. Салівен Дж. У пошуках кращого директора: корпоративне управління в перехідній та ринкових економіках : пер. з англ. Київ : Основи, 1996. 366 с.
30. Smit H., Trigeorgis L. Strategic Planning: Valuing and Managing Portfolios of Real Options. *R&D Management*. 2006. 36(4). P. 403-419.

31. Баккер Г., Хелминк Дж. Как успешно объединить две компании : пер. с англ. Т. И. Митасова; науч. ред. Г. А. Ясницкий, А. Г. Ясницкая. Минск : Гревцов Паблицер, 2008. 288 с.
32. Гриньова В. М., Новікова М. В. Процес підготовки реструктуризації підприємств машинобудування: організація управління : монографія. Харків : Вид. ХНЕУ, 2010. 240 с.
33. Джонсон Д., Шоулз К., Уиттингтон Р. Корпоративная стратегия: теория и практика. 7-е изд. : пер. с англ. Москва : ООО «И.Д. Вильямс», 2007. 800 с.
34. Друкер П. Эффективное управление. Экономические задачи и оптимальные решения. Москва : ФАИР – Пресс, 2003. 288 с.
35. Ендовицкий Д. А., Соболева В. Е. Экономический анализ слияний/поглощений компаний: научное издание. Москва : КНОРУС, 2008. 448 с.
36. Кудря Я. В. Розвиток корпорацій: засади, тенденції, інструментарій : монографія / наук. ред. д.е.н., проф. С.О. Іщук. Львів, 2015. 188 с.
37. Македон В.В. Організація, критерії і принципи ефективних корпоративних злиттів та поглинань. Наука й економіка. Науково-теоретичний журнал Хмельницького економічного університету. 2011. Випуск 2 (22). С. 68-74.
38. Моросини П., Стеджер У. Управление комплексными слияниями: В помощь руководителю компании, использующей стратегии M&As. Днепропетровск : Баланс Бизнес Букс, 2005. 304 с.
39. Sorensen Donald E. Characteristics of Merging Firms. Journal of Economics and Business. 2008. №52. P. 423-33.
40. Бутыркин А .Я. Вертикальная интеграция и вертикальные ограничения в промышленности : научная монография. Москва : Едиториал УРСС, 2003. 200 с.

41. Абалкин Л. И. Новый тип экономического мышления. Москва : Экономика, 1987. 189 с.
42. Гончаров В.Н. Формирование производственно-технологической структуры интегрированных предприятий. Економіка. Менеджмент. Підприємництво : зб. наук. пр. 2005. Вип. 13. Ч. II. Луганськ : СНУ ім. В. Даля. с. 85-90.
43. Кузьмін О., Шуля Р. Економічні проблеми злиття підприємств. Економіка України. 2003. № 12. С. 26-33.
44. Отенко И. П. Стратегические приоритеты предприятия : монография. Харьков : Изд. ХНЭУ, 2008. 180 с.
45. Колосов А. Н. Адаптивная организация деятельности предприятия : монография. Луганск : ВНУ им. В. Даля, 2008. 440 с.
46. Андрієвська Є. В. Поняття та сутність процесу реструктуризації промислових підприємств. Вісник соціально-економічних досліджень. 2010. № 39. С. 9-14.
47. Андрушків Б. М., Кирич Н. Б., Погайдак О. Б., Мельник Л. М. Інноваційно-технологічне реформування промислових підприємств – основа підвищення їх конкурентоспроможності (європейські акценти). Держава та регіони. Сер.: Економіка та підприємництво. 2014. № 2. С. 4-13.
48. Denis D. K., McConnell J. J. Corporate Mergers and Security Returns. Journal of Financial Economics. 2001. Vol. 16. P. 143-187.
49. Maucher H.O. Mergers and acquisitions as a means of restructuring and repositioning in the global market: business, macroeconomic and political aspects. Transnational Corporations. 2008. Vol.7. №3. P. 153-182.
50. Roe M. Political and legal restraints on ownership and control of public companies. Journal of Financial Economics. 2000. Vol.27. №1. P.73–82.
51. Рудык Н. Б. Конгломеративные слияния и поглощения: книга о пользе и вреде непрофильных активов. Москва : Дело, 2005. 244 с.
52. Костромін Г. Т. Реструктуризація підприємств як необхідна умова забезпечення їх інвестиційної привабливості, життєдіяльності та

конкурентоспроможності. Наукові праці Кіровоградського національного технічного університету. Економічні науки. 2012. Вип. 22(1). С. 56-62.

53. Бегаева А. А. Корпоративные слияния и поглощения: проблемы и перспективы правового регулирования / отв. ред. Н. И. Михайлов. Москва : «Инфотропик Медиа», 2010. 132 с.

54. King D. R., Dalton D. R., Daily C. M., Covin J. G. Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*. 25(2). 2004. P. 187–200.

55. Фадєєва І. Г. Системно-синергічні засади управління нафто-газовидобувними підприємствами корпоративної структури : дис. ... д-ра економ. наук : 08.00.04. Івано-Франківськ, 2012. 466 с.

56. Cartwright S., Schoenberg R. Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities. *British Journal of Management*. March 2006. Volume 17. Issue S1. S1–S5 p.

57. Македон В.В. Принципи та організаційні складові інтеграційної політики компаній у міжнародних моделях корпоративного управління : монографія. Дніпропетровськ : Вид-во ДУЕП, 2011. 396 с.

58. Македон В.В. Аналіз мотиваційних факторів здійснення інтеграцій компаній. *Академічний огляд*. №2. 2007. С. 103–107.

59. Македон В.В., Рогач О.І. Выбор эффективной архитектуры финансирования корпоративных сделок слияния или поглощения. *Вестник Казахского университета экономики, финансов и международной торговли*. 2011. №3-4. С. 13-20.

60. Семенов А.Г. Моделирование инвестиционной деятельности предприятий. *Держава та регіони. Серія : Економіка та підприємництво*. 2016. № 6. С. 89-95.

61. Шмиголь Н.М., Павлюк Т.С. Злиття та поглинання як різновид зовнішньоекономічної діяльності в контексті залучення прямих інвестицій. *Менеджмент та підприємництво: тренди розвитку*. 2017. Вип. 2. С. 49-56.

62. Денисов А. Ю., Жданов С. А. Экономическое управление предприятием и корпорацией. Москва : Издательство «Дело и Сервис», 2002. 416 с.
63. Македон В.В. Корпоративний контроль як складова інтеграційних процесів компанії. Вісник ДонНУЕТ. Серія економічні науки. 2007. №4 (36). С. 210-216.
64. Македон В.В. Порівняльний аналіз методів оцінки ефективності стратегій злиттів і поглинань компаній. Збірник наукових праць. Вісник Запорізького національного університету. Економічні науки. 2011. №4(12). С. 43-48.
65. Денисова Е. И. Механизм реструктуризации как способ адаптации предприятия к изменениям внешней среды. Вестник ОГУ. 2008. № 8. С. 81-86.
66. Заболотний В. М. Реструктуризація і конкурентоспроможність українських підприємств: сутність і підходи. Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. 2000. № 2(90). С. 71-72.
67. Македон В.В. Неокласичний та інституційний підходи до питання корпоративної інтеграції. Економічна інтеграція як умова підвищення добробуту у країнах СНД : тези доп. учасників Міжнар. наук.-практ. конф., 2011 р., м. Одеса. Одеса : ОНУ ім. І.І. Мечникова, 2011. Частина 1. С. 51–52.
68. Хардинг Д., Роувит С. Искусство слияний и поглощений: Четыре ключевых решения, от которых зависит успех сделки : пер. с англ. Петкевич А. Г. Минск : Гревцов Паблицер, 2007. с. 256.
69. Joseph G. Mergers and Acquisitions: managing the transaction. New Yourk : McGraw-Hill, 1997. 302 p.
70. Державна служба статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
71. Міністерство економічного розвитку і торгівлі України. URL: <http://www.me.gov.ua/?lang=uk-UA>

72. Фінансові результати великих та середніх підприємств до оподаткування за видами промислової діяльності. URL: http://www.ifstat.gov.ua/EX_IN/F33.HTM
73. Дафт Р. Л. Менеджмент. Санкт-Петербург : «Питер», 2015. 656 с.
74. Дєєва Н. Е., Михайлова Н. С. Особливості корпоративних відносин у машинобудуванні. Економічний аналіз : зб. наук. праць. Тернопіль : Економічна думка, 2011. Вип.9, ч.2. С.155-158.
75. Вільямсон О. Е. Економічні інституції капіталізму: фірми, маркетинг, укладання контрактів. Київ : АртЕк, 2001. 472 с.
76. Македон В.В. Пошук потенційного кандидата та попередня експертиза об'єкту злиття або поглинання. Теория и практика предпринимательской деятельности : тезисы докл. участников третьей Межд. науч.-практ. конф. учен. и спец., 15-18 апреля 2009 г., г. Симферополь. Симферополь : Таврический национальный университет им. В.И. Вернадского, 2009. С. 244-247.
77. Широкова Г. В. Жизненный цикл организации. Санкт-Петербург : Высшая школа менеджмента, 2008. 480 с.
78. Адизес И. Управление жизненным циклом корпораций : пер. с англ. В. Кузина. Москва : Манн, Иванов и Фербер, 2014. 512 с.
79. Винс Р. Математика управления капиталом. Методы анализа риска для трейдеров и портфельных менеджеров. Москва : Альпина Паблишерз, 2011. 406 с.
80. Samuels J. M., Wilkes F. M., Brayshaw R. E. Management of Company Finance. Fifth Edition. L., Glasgow, N.Y. etc. : Chapman and Hall, 1993.757 p.
81. Thakor A.V. Corporate Investment and Finance. Financial Management. 2003. Vol. 22: №2. P. 135–144.
82. Карпінська Г. В. Реструктуризація підприємств виноробства як інструмент управління їх життєвим циклом : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.04. Одеса, 2009. 20 с.

83. Балабанов И. Т. Основы финансового менеджмента: как управлять капиталом. Москва : Финансы и статистика, 2005. 384 с.
84. Баранов А. А., Щукина Е. А. Разработка системы показателей для определения эффективных бизнес-единиц при реструктуризации машиностроительного предприятия. Известия ТулГУ. Экономические и юридические науки. 2013. № 1-1. С. 164-175.
85. Бланк И. А. Управление денежными потоками предприятия : монография Киев : Ника-Центр, 2007. 752 с.
86. Салига К.С. Імітаційне моделювання грошових потоків інвестиційних проектів. Держава та регіони. Серія : Економіка та підприємництво. 2016. № 6. С. 82-88.
87. Дорош А. И., Светличная В. А., Андриевская Н. К. Функциональная структура подсистемы поддержки принятия решения для задач финансовой реструктуризации предприятия. URL: http://ea.donntu.edu.ua:8080/jspui/bitstream/123456789/15391/1/8_%D0%94%D0%BE%D1%80%D0%BE%D1%88.pdf.
88. Reed Stanley Foster, Alexandria Lajoux. The Art of M&A, 4th Ed. McGraw-Hill, 2007. 1100 p.
89. Бланк И. А. Управление денежными потоками предприятия : монография Киев : Ника-Центр, 2007. 752 с.
90. Войнаренко М. П., Скалюк Р. В. Управління фінансовими результатами промислових підприємств : монографія. Вінниця : ПП «Едельвейс і К», 2014. 189 с.
91. Жилінська Л.О. Обґрунтування організаційно-економічного механізму діагностики діяльності підприємств. Журнал «Держава та регіони». Серія: Економіка та підприємництво. 2012. № 2 (65). С.109-117.
92. Костирко Л. А. Диагностика потенциала финансово-экономической устойчивости предприятия : монография. Харьков : Фактор, 2008. 336с.

93. Шмиголь Н.М. Використання діагностичного аналізу та сценарного моделювання в управлінні санацією підприємства. Вісник Запорізького національного університету. Економічні науки. 2015. № 2. С. 69-74.
94. Томпсон А. А., Стрикленд А. Д. Стратегический менеджмент. Москва : Вильямс, 2003. 924 с.
95. Черезов А. В., Рубинштейн Т. Б. Корпорации. Корпоративное управление. Москва : ЗАО «Издательство «Экономика», 2006. 478 с.
96. Минцберг Г., Альстрэнд Б., Лэмпел Дж. Школы стратегий : пер. с англ. Санкт-Петербург : «Питер», 2001. 336 с.
97. Минцберг Г. Структура в кулаке: создание эффективной организации : пер. с англ., под ред. Ю.Н. Каптуревского. Санкт-Петербург : Питер, 2004. 512 с.
98. Македон В.В. Принципи та організаційні складові інтеграційної політики компаній у міжнародних моделях корпоративного управління : монографія. Дніпропетровськ : Вид-во ДУЕП, 2011. 396 с.
99. Москаленко В.П. Реструктуризация предприятий – основа улучшения использования их производственного потенциала. Вісник Української академії банківської справи : зб. наук. пр. 2000. № 1(8). С. 61-64.
100. Портер М. Конкуренция : пер. с англ. Москва : Вильямс, 2001. 495 с.
101. Македон В.В. Аналіз ефективності злиттів і поглинань компаній. Теорія і практика сучасної економіки : тези доп. учасників VIII Міжнар. наук.-практ. конф., 26-28 жовтня 2007 р., м. Черкаси. Черкаси : ЧДТУ, 2007. С. 525-528.
102. Букреев А. М., Кремер К. И., Дударев О. Е. Экономический механизм антикризисного управления предприятием : монография. Воронеж : Научная книга, 2007. 349 с.
103. Македон В.В., М'ячин В.Г. Упровадження методу аналізу ієрархій для визначення пріоритетності факторів ризику угод корпоративних

злиттів та поглинань. Вісник Одеського національного університету. Серія Економіка. 2016. Том 21. Випуск 1. С. 134-139.

104. Нікіфоров П.О., Семенюк В. О. Фінансова реструктуризація як спосіб подолання деформацій фінансових відносин корпорацій. Науковий вісник Чернівецького університету. Економіка. 2014. Вип. 681. С. 69-78.

105. Белова А. І. Вплив реструктуризації на ефективність промислових підприємств в контексті регіонального розвитку. Ефективна економіка: науково-практичний журнал. 2013. № 7. Дніпропетровський державний аграрний університет МОН України, 2013. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=2163&p=1>.

106. Гарафонова О. І. Реструктуризація та реінжиніринг бізнес-процесів – напрями проведення організаційних змін в умовах подолання системної кризи на підприємстві. Вісник Київського національного університету технологій та дизайну. 2014. № 1. С. 215-225.

107. Діагностика стану підприємств: теорія, практика : монографія / за заг. ред. проф. А. Е. Воронкової. Харків : ВД «ІНЖЕК», 2006. 488 с.

108. Радыгин А., Энтов Р., Шмелева Н. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. Москва : ИЭПП, 2002. 212 с.

109. Македон В.В. Сутність та особливості сучасних корпоративних злиттів і поглинань. Академічний огляд. 2008. №1. С. 100-106.

110. Радева М. М. Моделювання оцінювання рівня інституційного розвитку корпорацій. Научный вестник Донбасской государственной машиностроительной академии. 2011. № 2. С. 291-297.

111. Управління машинобудівним підприємством на основі вдосконалення механізму корпоративного контролю і внутрішнього аудиту : монографія / М. Г. Білопольський та ін. Донецьк : Східний видавничий дім, 2010. 182 с.

112. Семенов А. Г., Єлькін А. В. Аналіз системи управління виробничою інфраструктурою промислового підприємства. Держава та регіони. Сер. Економіка та підприємництво. 2015. Вип. 4. С. 75-81.

113. Мізюк Б.М. Системне управління : монографія. Львів : Видавництво комерційної академії, 2004. 338 с.
114. Жилінська Л.О., Салига К.С. Економетрична модель бізнес-процесів щодо оцінювання впливу зовнішнього середовища на діяльність підприємств машинобудування. Держава та регіони. Серія : Економіка та підприємництво. 2016. № 6. С. 55-59.
115. Ченаш В. С. Управління реструктуризацією промислових підприємств за умов інтеграційних процесів в економіці : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.04. Хмельницький, 2014. 20 с.
116. Demzet H., Lehn K. Structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*. 1995. Vol. 93, №6. P. 1155–1177.
117. Aoki M. *Corporations in Evolving Diversity: Cognition, Governance and Institutions*. Oxford University Press, 2010. 256 p.
118. Foster Richard, Kaplan Sarah *Creative destruction: why companies that are built to last underperform the market – and how to successfully transform them*. New York : Currency/Doubleday, 2001. 344 p.
119. Gaughan P. *Mergers, acquisitions, and corporate restructuring*. New York : NY, Wiley, 2006. 578 p.
120. Игнатишин Ю. В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы. Санкт Петербург : Питер, 2005. 208 с.
121. Козаченко А. В. Механизм стратегического управления крупными производственно-финансовыми системами промышленности. Донецк : ИЭП НАН Украины, 1998. 348 с.
122. Рудык Н. Б. Структура капитала корпораций: теория и практика. Москва : Дело, 2004. 272 с.
123. Македон В.В. Ефективність інтеграційних процесів у міжнародному та вітчизняному корпоративному секторі. Вісник Дніпропетровського університету. Серія: Економіка. 2011. Т.19. №10/1. С. 50-56.

124. Македон В.В. Механізм та етапи ухвалення рішення по злиттю або поглинанню компаній. Наукові праці Національного університету харчових технологій. 2011. №39. С. 71-76.

125. Македон В.В. Ефективність угод злиттів та поглинань компаній. Проблеми і перспективи розвитку підприємництва : тези доп. учасників III Міжнар. наук.-практ. конф., 11 грудня 2009 р., м. Харків. Харків : ХНАДУ, 2009. Т.1. С. 102-103.

126. Македон В.В. Інноваційні підходи реструктуризації промислових підприємств: теорія, методологія, практика : монографія. Запоріжжя : Видавничий дім «Гельветика», 2018. 514 с.

127. Колесник Г. В. Управление производственными системами с распределенными правами собственности: Экономико-математический анализ. Москва : Книжный дом «ЛИБРОКОМ», 2012. 128 с.

128. Нова траєкторія розвитку національної економіки: мікро-, макро- та прикладні аспекти : монографія / Аблязова Е. З. та ін. ; за ред. О. В. Покатаєвої, М. В. Болдуєва, Г. Ю. Кучеревої. Запоріжжя : КПУ, 2017. 451 с.

129. Зеленський С. В. Стратегічна реструктуризація підприємства як вихідна умова його оздоровлення. URL: <http://dspace.uabs.edu.ua/jspui/bitstream/123456789/1227/1/Zelensky007.pdf>

130. Кондрашов О. М. Зміст та значення процесів реструктуризації промисловості. Економіка та держава. 2006. № 5. С. 22-24.

131. Македон В.В. Методичні підходи щодо фінансової оцінки вартості підприємств при злиттях і поглинаннях. Development of social and economic systems in a global competitive environment : Conference Proceedings, February 29th, 2016, Chisinau. Chisinau, Moldova, 2016. P. 123-126.

132. Македон В.В., М'ячин В.Г. Сучасні методи оцінки ефективності корпоративних злиттів та поглинань в національній економіці. Комп'ютерне моделювання та оптимізація складних систем : тези доп. учасників I Всеукр. наук.-техн. конф., 3-5 листопада 2015 р., м. Дніпропетровськ. Дніпропетровськ : ДВНЗ «УДХТУ», 2015. Ч.2. С. 191-193.

133. Македон В.В. Механізми залучення фінансування для здійснення операцій злиттів та поглинань компаній. Наукові записки. Серія «Економіка». 2009. Випуск №12. С. 248-256.

134. Мандибура В. О., Потапчик Г. Ю. Закономірності ієрархічного та мережевого структурування корпоративного капіталу в умовах глобалізації Економіка і управління. 2007. №3. С. 14-24.

135. Македон В.В. Формування вартості проекту злиття або поглинання. Облік контроль і аналіз в управлінні підприємницькою діяльністю : тези доп. учасників V Міжнар. наук.-практ. конф., 16-18 квітня 2008 р., м. Черкаси. Черкаси : ЧДТУ, 2008. С. 214-216.

136. Vachon D. Mergers & Acquisitions. Riverhead Hardcover, 2007. 304 p.

137. Миценко Н. Г. Методические подходы к оценке экономической эффективности вертикальных интегрированных систем. Вестник финансового университета. Москва, 2014. № 1 (79). С. 28-34.

138. Олексюк О. І. Економіка результативності підприємства : монографія. Київ : КНЕУ, 2008. 362 с.

139. Коваленко О.В., Ставновський М.В. Шляхи підвищення прибутковості машинобудівних підприємств. Економічний вісник Запорізької державної інженерної академії. 2017. Вип. 5(2). С. 41-46.

140. Омельченко О.С. Інтегральний підхід до побудови організаційно-економічного механізму реструктуризації. Праці Одеського політехнічного університету. 2011. Вип. 3(37). С. 200-209.

141. Рекова Н. Ю. Фінансова реструктуризація промислових підприємств як інструмент стратегічного розвитку. Вісник Донбаської державної машинобудівної академії. 2015. № 2. С. 158-161.

142. Сабадирьова А. Л., Салавеліс Д. Є. Реструктуризація і конкурентоспроможність потенціалу підприємства. Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. 2013. № 3(2). С. 144-149.

143. Сарапіна О. А. Фінансова реструктуризація в управлінні розвитком підприємств харчової промисловості : автореф. дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.04. Миколаїв, 2011. 39 с.

144. Фурсов О.І. Удосконалення системи управління основними засобами в умовах реструктуризації (на прикладі машинобудівних і металургійних підприємств) : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.04. Маріуполь, 2008. 20 с.

145. Худолей В. Ю., Микитенко В. В. Організаційно-економічна палітра сучасних умов варіативності трансформаційних змін в межах національної промисловості. Вісник МНТУ: Серія: Економічні науки : зб. наук. пр. Київ: Вид-во МНТУ МОНмолодьспорту України, 2012. № 3 (7). С. 5-16.

146. Ендов В. С. Економічні основи процесу реструктуризації підприємств. Економіка: реалії часу. Фаховий електронний науковий журнал. 2013. № 5. С. 55-61.

147. Адаптивные модели в системах принятия решений : монография / под ред. Н. А. Кизима, Т. С. Клебановой. Харьков : ИД «ИНЖЭК», 2007. 368 с.

148. Данілова Е. І., Передерій В. В. Реструктуризація, як елемент процесу адаптації вітчизняних підприємств до умов ринку ЄС. Економіка. Фінанси. Право. 2015. № 3(1). С. 7-8.

149. Жданов В. В. Предпосылки и экономический механизм реструктуризации предприятий. Известия. Рос. гос. педагог. ун-та им. А.И. Герцена. 2008. № 49. С. 52-55.

150. Кіпа М. О. Сутність та напрями реструктуризації підприємства. Економіка та держава. 2017. № 6. С. 64-71.

151. Cheng-Wen L. The Assessment for Performance of M&As Using DEA/MPI Approach with BSC Indicators. Asia Pacific Management Review. 2014. №19 (2). P. 187-205.

152. Концептуальні засади управління підприємством як економічною системою : монографія / за заг. ред. В. О. Коюди. Харків : Вид. ХНЕУ, 2007. 416 с.

РОЗДІЛ 3

ОРГАНІЗАЦІЙНО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ПРОВЕДЕННЯ ІНТЕГРАЦІЙНОЇ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ ПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ

3.1. Визначення синергетичного ефекту від реструктуризаційних заходів на основі злиттів/поглинань

Одним з найбільш значимих аспектів методологічного апарату процесу інтеграційної реструктуризації в промисловості виступає задача визначення й подальшої оцінки синергетичного ефекту об'єднання суб'єктів господарювання на основі механізму злиттів або поглинань. Сенс поняття синергії базується на класичному трактуванні закону синергії, який можна сформулювати наступним чином: «для будь-якої системи (організації) існує такий набір елементів, при якому її потенціал завжди буде або істотно більшим, або істотно меншим від потенціалу простої суми потенціалів елементів, які входять до неї».

Сутність представленого закону синергії зводиться до постулату « $2 + 2 = 5$ » [1, с. 156]. Проте такий постулат не повинен вважатися універсальним, тому що крім позитивного синергетичного ефекту, відображеному у вищенаведеному виразі, також має місце й зворотній ефект анергії, який може бути описаний у вигляді « $2 + 2 = 3$ ».

Організаційно-економічний сенс інтеграційного утворення за допомогою механізму злиття або поглинання слід трактувати як інструмент ринкової стратегії, спрямований на зростання конкурентоспроможності компанії в середньо-й довгостроковому періодах, а також як напрямок корпоративної інвестиційної політики [2, 3]. Метою практичної реалізації вказаних інструментів є досягнення синергетичного ефекту інтеграційної структури у вигляді збільшення ринкової вартості бізнесу (щодо непублічних

підприємств), зростання рівня капіталізації (стосовно публічних компаній) та зниження ступеня комерційного ризику.

Присутність синергетичного ефекту не виступає невід'ємним атрибутом всіх видів процесів інтеграційної реструктуризації, але є детермінованим показником якісного рівня менеджменту новоствореної мікроекономічної системи та базових маркетингових параметрів комерційної діяльності суб'єктів угоди злиття. Наявність синергетичного ефекту констатується збільшенням ринкової вартості інтеграційного утворення в такій мірі, яка дозволяє компенсувати понесені в процесі об'єднання видатки всіх його сторін.

Дослідження ступеня впливу практичних здобутків проведеної корпоративної інтеграції на динаміку ринкової вартості підприємства являє собою базовий метод оцінки ефективності процесів корпоративної інтеграції які представлені в таких наукових роботах [4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13]. Нижче наведений перелік якісних переваг від застосування вартісних показників при розробці управлінських критеріїв механізму інтеграційної реструктуризації:

- алгоритм оцінки вартості корпоративного утворення забезпечує більш високий рівень об'єктивності отриманих результатів порівняно з процедурою аналізу бухгалтерської звітності;
- ринкова вартість характеризує ключові ринкові цілі акціонерів і топ-менеджменту інтегрованого суб'єкту господарювання;
- спираючись на прогнозні величини фінансових потоків і комерційних ризиків, показник ринкової вартості надає кумулятивну оцінку ринкових перспектив господарської діяльності інтеграційної структури підприємств;
- показник ринкової корпоративної вартості відображає дійсний фінансово-економічний стан процесів корпоративної інтеграції порівняно зі стандартними рейтинговими оцінками.

Зміст економічної категорії вартості бізнесу (BPV), яка застосовується в системі методологічного апарату забезпечення інтеграційної

реструктуризації, розкривається за допомогою наступного переліку показників [14, 15]:

- капіталізація підприємства (Market capitalization);
- вартість акціонерного капіталу (Equity Value);
- грошовий потік на інвестований капітал (CFROI); – акціонерна додана вартість (SVA);
- економічна додана вартість (EVA);
- грошова додана вартість (CVA);
- ринкова додана вартість (MVA);
- чиста наведена вартість (NPV);
- скоригована наведена вартість (APV) та ін.

Не зупиняючись на розгляді вказаних індексів (детальний аналіз яких представлений в літературі з фінансового менеджменту) слід зазначити, що згідно з традиційним алгоритмом оцінки ефективності проведення інтеграційної реструктуризації суб'єктів корпоративних відносин базовим критерієм оптимальної організації процесів злиття або поглинань є перевищення коефіцієнта приросту вартості бізнесу відносно значення ціни підприємства-мети (P_B). Іншими словами повинна виконуватись умова $BPV_{AB} > BPV_A + P_B$ [16].

Подібне співвідношення має місце у тому разі, коли показник інвестиційної вартості підприємства, яке поглинається, є більшим за його ціну (в даному випадку згідно з формулою 3.1 індекс чистої вартості злиття/поглинання NAV повинен являти собою позитивну величину):

$$NAV = BPV_{AB} - [BPV_A + P_B] - P - E, \quad (3.1)$$

де BPV_A і BPV_B – вартість підприємств до моменту здійснення інтеграційної угоди;

P – премія (перевищення ціни над вартістю), яка виплачується власникам підприємства-мети; виступає основним мотивом здійснення процесу поглинання;

E – витрати підприємства-поглинача з проведення інтеграційної реструктуризації.

Передумовою ефективного застосування наведеного виразу 3.1 є відповідність ціни поглинання підприємства (без урахування величини премії) показнику його ринкової вартості.

В процесі кількісної і якісної оцінки значущості факторів зростання вартості інтеграційного утворення після проведення реструктуризаційних заходів на основі злиттів або поглинань суб'єктів господарювання провідна (у деяких джерелах – головна й єдина) роль належить синергетичному ефекту [17].

В сучасному фаховому середовищі відсутня єдина точка зору на зміст та сутність визначень термінів «синергія» та «синергетичний ефект». Так, діапазон наявних їх трактувань варіює від заперечення істотної змістовності даних понять до спроби об'єднати в них будь-які економічні й юридичні ефекти та наслідки процедури корпоративної інтеграційної реструктуризації представлених в наступних наукових публікаціях [18, 19, 20, 21, 22]. В зв'язку з цим питання чіткого наукового тлумачення вказаних категорій набуває особливої актуальності.

Автор запропонованого до захисту дисертаційного дослідження вважає найбільш коректним визначення синергетичного ефекту Д. Соренсеном, яке полягає в наступному: «Синергія є збільшенням ефективності інтеграційної структури підприємств понад те, що два підприємства вже можуть мати або виконувати як незалежні... Це означає збільшення конкурентної переваги понад ту, яка необхідна підприємствам, щоб вижити на своїх конкурентних ринках» [23, с. 90]. Зміст наведеного визначення базується на тому, що поточний рівень економічної ефективності суб'єктів господарювання апріорі віддзеркалюється у показниках їх ринкової вартості. Таким чином процес бізнес-інтеграції забезпечує додатковий приріст капіталізації учасників такої процедури шляхом використання єдиних корпоративних активів, стратегій та інструментів маркетингової

політики, а також інших здобутків реструктуризації комерційних підприємств.

Згідно з трактуванням Д. Соренсена, синергетичний ефект інтеграції полягає в сукупному потенційному економічному та маркетинговому ефектах, які можуть бути практично втілені лише на основі об'єднання суб'єктів господарювання та яких неможливо досягнути за інших стратегіях розвитку [23]. Проте слід взяти до уваги, що в ході планування та безпосередньої реалізації процесу інтеграційної реструктуризації підприємств можуть бути допущені помилки, які здатні призвести до принципової неможливості отримання синергетичного ефекту (фатальні наслідки в даному контексті) або до часткової чи повної втрати тих або інших складових елементів прогнозного результату синергії.

З метою нівелювання подібного протиріччя в кінцевих результатах прояву синергетичного ефекту доцільно ввести поняття його «широкого» та «вузького» сенсу. Трактування сутності синергетичного ефекту в «широкому» сенсі ґрунтується на ствердженні того, що приріст капіталізації бізнесу внаслідок процедури корпоративного злиття або поглинання являє собою закономірний її підсумок. В даному випадку методологічною базою механізму збільшення ринкової вартості об'єднаної компанії виступає загальна синергетична теорія, згідно з якою розрізняють стратегічні, операційні, фінансові та інвестиційні фактори [24, 25, 26].

В той же час подібна типізація, на думку автора, зважаючи на дублювання її елементів (наприклад, операційні фактори повторюють результати фінансових) та відсутність відповідного аналізу соціальних наслідків інтеграційного процесу, не надає належної оцінки підсумкових корпоративного та суспільного ефектів [27]. В зв'язку з цим нижче буде представлений альтернативний варіант типізації синергетичних ефектів інтеграційної реструктуризації промислових підприємств.

Інтерпретація сутності синергетичного ефекту в «вузькому» сенсі заснована на дослідженні якості та міри його прямого впливу на ключові

організаційно-економічні показники бізнесу після завершення процедури злиття або поглинання. При цьому абстрагуються від тих результатів, які можуть бути наслідком реалізації інших управлінських рішень.

Одним з найважливіших ефектів для суб'єктів господарювання, який належить до категорії «непрямі або інші», виступає ефект оптимізації менеджменту підприємства-мети, що відіграє провідну роль у забезпеченні приросту його капіталізації шляхом використання таких інструментів тактичного й стратегічного менеджменту, як реструктуризація балансних активів і пасивів, зміна політики клієнтського сервісу, диверсифікація виробництва та інших.

Ступінь прояву ефекту оптимізації системи управління об'єднаної корпоративної структури прямо пропорційна ступеню диференціації між рівнями менеджменту бізнесів до моменту інтеграції: так, чим вищий якісний рівень системи управління поглинаючого підприємства в порівнянні з підприємством-метою, тим вищою буде ступінь ефекту оптимізації його менеджменту. Подібний результат по відношенню до поглинаючого підприємства спостерігатиметься також в тому разі, якщо інтегрована структура буде користуватися переважними якостями системи управління підприємства-мети [28].

Особливість ефекту оптимізації менеджменту полягає в тому, що повна його реалізація можлива лише за умов проведення кадрової реорганізації на вищому й середньому ланках управління інтеграційної структури. В зв'язку з цим такі елементи економіко-організаційних мотивів, як диверсифікація виробництва й отримання кумулятивного бізнес-ефекту завдяки ефекту масштабу, розширення ринкової долі, ефект приросту капіталізації за рахунок придбання бізнесу за демпінговою ціною, зростання основних показників розвитку бренда компанії та ін.) слід розглядати у якості складових синергетичного ефекту в «широкому» його сенсі. До того ж необхідно диференціювати ефект злиття з оптимально керованим суб'єктом господарювання, який слід аналізувати у «вузькому» розумінні, та ефект

поглинання підприємства в реальному стані. Останній в дослідженнях Л. Ченг-Вена охарактеризований як ефект «статус-кво» і належить до категорії синергетичних ефектів, які розглядаються в «широкому» сенсі [29]. Л. Ченг-Вен трактує відмінність між вказаними ефектами у якості «премії за контроль», тобто кількісної оцінки вартості передачі прав управління інтегрованою структурою підприємств новому більш ефективному менеджменту.

В працях [30, 31, 32, 33] розкривається зв'язок та внутрішні резерви оптимізації між ефектами злиття з підприємством з високою якістю системи управління та з компанією, яка має неефективний менеджмент. У зазначеній науковій праці представлені п'ять варіантів оцінок капіталізації інтегрованої бізнес-структури:

1. Фактична ринкова вартість (в окремих випадках – вартість компанії з неефективною системою управління);
2. Вартість компанії з наявним потенціалом для здійснення заходів організаційно-економічної оптимізації (застосовується щодо оптимізованих бізнесів, успішно функціонуючих у ринковому середовищі);
3. Потенційна вартість підприємства, що враховує оцінку внутрішніх і зовнішніх факторів проведення інтеграційного процесу;
4. Вартість підприємства на момент повного завершення оптимальної програми інтеграційної реструктуризації;
5. Поточна ринкова вартість підприємства, що враховує ступінь та якість фактично реалізованих заходів щодо оптимізації її внутрішнього середовища.

На практиці угод М&А диференціюють наступні види оцінок капіталізації бізнесу:

- фактична вартість на момент укладання угоди;
- потенційно максимальний рівень оцінки вартості бізнесу, розрахований за умов ефективної реалізації підприємством внутрішніх

факторів зростання та використання сприятливих факторів зовнішнього ринкового середовища;

- запланована вартість бізнесу по факту реалізації програми інтеграційної реструктуризації (виступає аналогом максимальної оцінки вартості оптимально реорганізованого підприємства);

- поточна ринкова вартість бізнесу, що відображає якісний результат завершеної процедури реструктуризації в умовах дійсної ринкової кон'юнктури.

Організація процесу злиття або поглинань суб'єктів корпоративних відносин апріорі вимагає значних фінансових ресурсів, які можна класифікувати на прямі (купівля відповідних фондових цінних паперів, активів або зобов'язань) й непрямі витрати (проведення заходів з усунення наслідків зниження ефективності виробництва через процес інтеграції). Зважаючи на це при плануванні цільових показників ефективності комплексу дій з інтеграційної реструктуризації слід оцінювати вірогідність появи негативних синергетичних ефектів, за яких додаткові фінансові ресурси не компенсують видатків процедури злиття [34].

В той же час наявні й потенційні обмеження, які є невід'ємним атрибутом алгоритму формування синергетичного ефекту, не зменшують його значущості в якості одного з найважливіших мотивів здійснення інтеграції комерційних підприємств.

До переліку основних чинників формування додаткової вартості, яка, власне, являє собою квінтесенцію синергетичного ефекту стосовно кожного з суб'єктів процесу інтеграційного утворення, відносять:

- забезпечення виробничої й комерційної діяльності підприємства необхідною кількістю ресурсів усіх видів (екстенсивний фактор);

- інтенсифікація та оптимізація використання наявних у розпорядженні підприємства ресурсів усіх видів (інтенсивний фактор);

- перерозподіл капіталізації між суб'єктами інтеграційної реструктуризації (структурний фактор).

Наведені чинники знаходять своє відображення у формуванні динаміки значень базових фінансових індикаторів підприємств-учасників злиття/поглинання. З метою коректної методологічної основи процедури кількісної оцінки синергетичного ефекту І. Ансофф вказує на доцільність аналізу наступних параметрів [35]:

- скорочення витрат та стабілізація показника валового доходу;
- збільшення валового доходу;
- скорочення обсягу інвестицій;
- комбінація перших трьох параметрів.

Подібний погляд на рішення заявленої методологічної проблеми є цілком дієвий, при цьому слід акцентувати увагу на складність процедури характеристики інструментів оцінки показників синергетичного ефекту за умов розглядання цієї категорії в «широкому» сенсі. На рис. 3.1 представлена розроблена автором дисертації докладніша класифікація елементів синергетичного ефекту процесу інтеграційної реструктуризації.

Взаємодоповнюваність у сфері НДДКР та інновацій	Комбінування взаємодоповнюючих	Ефект придбання недооцінених підприємств	Ефект від продажу активів. Ліквідація дублювання	Ефект масштабу	Ефект монополізації. Ефект маркетингу	Ефект іміджу підприємства	Ефект підвищення якості управління	Ефект зміни фінансової та інвестиційної політики	Економія на ринку капіталу	Податкова економія	Зниження ризику за рахунок диверсифікації	Можливості ІРО
Вузька концепція синергії				Синергія об'єднання оптимально керованих підприємств								
Ефект зниження витрат (синергія зниження витрат)				Ефект зростання доходів (синергія зростання)			Фінансова синергія					
Операційна синергія												
Синергія нематеріальних активів												
Широка концепція синергії ІР (злиття, поглинання)												

Рис. 3.1. Структура синергетичних ефектів інтеграційної реструктуризації промислових підприємств

Джерело: Побудовано автором за даними [36, 37, 38, 39, 40, 41]

Визначимо особливості наведеної класифікації детальніше.

До основних чинників, які визначають якісний рівень ефекту операційної синергії об'єднаного бізнесу, слід віднести ключові параметри ринкового середовища підприємства та елементи її комплексу маркетингу, а саме: місткість цільового ринку, товарна й цінова політика, умови співпраці з постачальниками й торговими посередниками, комунікаційна політика, стратегії основних конкурентів та інші фактори. Так, ефект операційної синергії може бути знижений у разі функціонування на підприємстві систем продажів і закупівель з низьким ступенем диверсифікації.

Перелік найбільш значущих ефектів фінансової синергії щодо інтегрованої корпоративної структури включає [42, 43]:

- зменшення показника капіталомісткості бізнесу;
- погашення поточних зобов'язань за цінними паперами та викуп власних акцій;
- придбання корпоративних активів за демпінговими цінами;
- фінансування середньо-і довгострокових операцій на фондовому ринку;
- оптимізація механізму оподаткування

В той же час слід зазначити, що, незважаючи на свої очевидні економічні переваги, фінансова синергія не виступає ключовим стимулюючим фактором реалізації процесу інтеграційної реструктуризації [44, 45].

Особливістю представленої вище класифікації елементів синергії є аналіз явища збільшення питомої ваги гудвілу в загальній структурі активів інтегрованої структури підприємств, що являє собою новацію в системі методології синергетичного ефекту. В табл. 3.1 відображено опис розробленої автором даного дисертаційного дослідження складу й структури нематеріальних активів, утворених внаслідок здійснення процедури корпоративного злиття або поглинання. Практичний ефект синергії нематеріальних активів полягає в зростанні показника валових доходів

реструктуризованого підприємства та збільшенні його ринкових стратегічних переваг в цілому.

Таблиця 3.1

Гудвіл синергії від злиття/поглинання при інтеграційній реструктуризації підприємств

Складові гудвілу	Елементи гудвілу	Спосіб оцінки очікуваного зростання гудвілу
1. Вартість об'єднаного бізнесу на ринку	1.1. Впізнаваність торгової марки. 1.2. Популярність підприємства. 1.3. Оцінка якості продукції. 1.4. Ділова репутація	Анкетні опитування щодо об'єднаних підприємств. Експертні оцінки маркетологів щодо об'єднаного бізнесу
2. Становище структури підприємств на ринку	2.1. Ділові зв'язки. 2.2. Частка ринку. 2.3. Ставлення партнерів. 2.4. Ринки збуту. 2.5. Клієнтська база. 2.6. Інформаційна відкритість. 2.7. Фінансовий стан підприємства. 2.8. Відносини з органами державного і муніципального управління.	Розрахунки показників клієнтської лояльності. Анкетні опитування щодо об'єднаних структур. Експертні оцінки маркетологів щодо інтеграційної структури. Фінансовий аналіз об'єднаних бізнесів і прогноз щодо нової структури. Експертні оцінки відкритості інформації щодо підприємства.
3. Внутрішнє середовище підприємства	3.1. Управлінська культура. 3.2. Кваліфікація персоналу. 3.3. Довіра до менеджменту. 3.4. Лояльність акціонерів. 3.5. Адміністративний ресурс. 3.6. Підприємницька стратегія. 3.7. Система управління. 3.8. Ефективність виробництва. 3.9. Здатність залучити кваліфікований менеджмент.	Розрахунки показників рівня корпоративної культури. Аналіз кваліфікації персоналу за анкетними даними і в процесі атестацій. Аналіз якості системи управління. Аналіз рівня обґрунтованості корпоративної стратегії. Фінансовий аналіз.
4. Динаміка поглинаючого підприємства	4.1. Історія розвитку. 4.2. Динаміка зростання.	Аналіз історії і статистики розвитку підприємства.

Джерело: Систематизовано автором за даними [44, 46, 47, 48, 49, 50, 51]

Детальний аналіз структури синергетичних ефектів (з урахуванням щільного діалектичного зв'язку між її компонентами) дозволяє виділити у якості базових такі елементи, як синергія зниження витрат, синергія

зростання доходів й синергія зменшення капіталомісткості бізнесу. Надалі подібний методологічний підхід створює передумови для розглядання кумулятивного ефекту угод M&A в контексті алгоритму моделі Дюпона, згідно з яким ефект зниження витрат призводить до збільшення індексу маржі прибутку (ΔMp), ефект зростання доходів обумовлює інтенсифікацію рівня ділової активності (ΔD), а синергія зниження вартості капіталу формує ефект фінансового важеля (ΔF).

За умов відносного зростання вказаних фінансових параметрів синергетичний ефект збільшення показника рентабельності власного капіталу в аналітичному вигляді може бути виражений наступним чином:

$$\Delta ROE / ROE = (\Delta Mp / Mp) \times (\Delta D / D) \times (\Delta F / F). \quad (3.2)$$

В науково-практичних і методологічних розробках розглядаються різноманітні варіанти поєднань синергетичного ефекту з іншими компонентами переваг реалізації процесу корпоративної інтеграції. В даному аспекті найбільший прикладний інтерес викликає можливість купівлі бізнесу-мети за демпінговою (тобто нижчою за його ринкову вартість) ціною, що може являти собою відокремлений фактор ефекту синергії в «вузькому» її сенсі [52].

Проаналізуємо головні причини виникнення такої можливості. Перш за все, керівництво поглинаючої компанії може аргументовно вважати, що за рядом обставин поточна оцінка капіталізації цільового підприємства з боку фондового ринку не відображає його дійсної вартості і є заниженою. По-друге, демпінгова ціна підприємства-мети може бути об'єктивним наслідком низького якісного рівня її комплексу менеджменту. У фаховій літературі на цей час відсутні підтверджені результатами практичного застосування методологічні розробки щодо оцінки ефекту оптимізації системи управління підприємства після завершення процедури інтеграційної реструктуризації. В той же час у ряді джерел [53, 54, 55, 56, 57, 58, 59] фігурує думка про те, що суб'єкти господарювання з неефективним менеджментом є бажаними

об'єктами поглинання за тієї умови, якщо команда управлінців підприємства-покупця володіє стратегією по розкриттю ринкового потенціалу подібного бізнесу.

В теорії менеджменту стратегія диверсифікації розглядається у якості інструмента довгострокового розвитку бізнесу та зниження ступеня ризику його зовнішнього та внутрішнього середовища. В контексті аналізу факторів і мотивації організації процесу інтеграційної реструктуризації диверсифікація займає значне місце, оскільки забезпечує можливість проникнення підприємства на принципово нові ефективні ринкові сегменти. При цьому необхідно зважати на власні ризики інструменту диверсифікації, основними з яких є вірогідність низького рівня попиту на продукцію компанії на новому ринковому сегменті та значний конкурентний тиск. До того ж, зважаючи на обмеження галузевою спеціалізацією кваліфікації ключових менеджерів підприємства-поглинача, результативність прийнятих управлінських рішень на нових ринках може бути зниженою [60, 61, 62, 63]. Вказані ризики диверсифікації здатні різко зменшити запланований ефект від її впровадження.

Враховуючи можливість безпосередньої участі акціонерів компанії в процедурі прийняття стратегічних управлінських рішень, теорема Модільяні-Міллера [64] заперечує вірогідність досягнення ефекту синергії шляхом диверсифікації в процесі інтеграційної реструктуризації. Концепція Модільяні-Міллера підкреслює право акціонерів бізнесу особисто визначати оптимальну пропорцію між його власним і позиковим капіталами за рахунок здійснення операцій купівлі або продажу акцій компанії. Під час зборів акціонерів кожен з них приймає рішення з точки зору максимальної диверсифікації власних фінансових ризиків, що унеможлиблює вірогідність виникнення будь-яких агентських конфліктів. З огляду на те, що теорема Модільяні-Міллера базується на моделі функціонування ідеального ринку, буде доцільно, з урахуванням характеру детермінації структури капіталу бізнесу його ринкової вартості, висказати гіпотезу про теоретичну

можливість виникнення синергетичного ефекту завдяки реалізації заходів диверсифікації.

Наукові висновки Д. Морка, А. Шлейфера і Р. Вішну стверджують більшу ймовірність настання високої ефективності диверсифікації при здійсненні процедур пов'язаних або споріднених корпоративних інтеграцій, суб'єкти яких функціонують на одному і тому ж ринку [65]. І навпаки – відстоюється теза про те, що конгломератне інтеграційне утворення є неефективним.

Важливим елементом системи методології організації й проведення злиття або поглинань виступає запропоновані Стенлі Ф. Рідом і А. Лажу алгоритм WOFC [66]. Метод забезпечує можливість проведення експертної оцінки бізнесу, що поглинається, з точки зору його відповідності стратегії підприємства-покупця, а також комплексу дій по забезпеченню планових результатів процесу інтеграційної реструктуризації та досягнення синергетичного ефекту.

Ключові чинники відповідності підприємства положенням ринкової стратегії покупця класифікуються на наступним чином:

- 1) група діагностики якісного стану бізнесу на момент інтеграції (фактори оцінки внутрішнього середовища підприємства та прогнозного рівня синергетичного ефекту);
- 2) група цільових показників стратегії розвитку об'єднаного бізнесу (строкові маркетингові індикатори).

До чинників забезпечення планових результатів процедури злиття, які формуються за підсумком інтеграції, відносять фактори-компенсатори:

1. На етапі підготовки угоди злиття розраховуються показники ринкової вартості для кожного з суб'єктів інтеграції окремо;
2. Визначається плановий показник капіталізації додаткового прибутку підприємства-поглинача у якості ключового синергетичного ефекту об'єднання (з урахуванням ефекту оптимізації системи менеджменту інтегрованої структури);

3. Показники ринкової вартості кожного з суб'єктів інтеграції до моменту здійснення угоди сумуються з індексом ефекту синергії інтеграційного утворення, після чого отримане значення корегується на суму понесених витрат на здійснення угоди злиття. Підсумковий показник складатиме ринкову вартість об'єднаного підприємства.

В тому разі, якщо при скасуванні угоди злиття фінансово-економічне становище підприємства-поглинача не зміниться, синергетичний ефект поглинання, виражений за допомогою показника приросту ринкової капіталізації поглинаючого підприємства, може бути розрахований як різниця між оцінкою вартості інтеграційного утворення й ринковою ціною підприємства-мети. Однак у випадку, якщо підприємство-мета буде придбане конкурентом, маркетинговому статусу поглинаючого підприємства буде завдано шкоди, що призведе до падіння рівня її капіталізації [67].

Зважаючи на це синергетичний ефект в угодах інтеграційної реструктуризації рекомендовано Д. Вашоном оцінювати методом зменшення показника ринкової вартості інтегрованого корпоративного утворення на суму значень ціни підприємства-мети та ринкової капіталізації поглинаючого підприємства після завершення конкурентом процедури придбання підприємства-мети [68].

Отже, беручи до уваги вищенаведене, ми приходимо до висновку, що синергетичний ефект інтеграційного утворення підприємств (CE) створює додатковий грошовий потік (ΔCF_{CE}), який в процесі корпоративного злиття формує чисту вартість поглинання:

$$\Delta CF_{cet} = CF_{cet} - (P + E)_t. \quad (3.3)$$

При цьому позитивна динаміка значення показника чистої вартості поглинання зберігається протягом теоретично нескінченного проміжку часу за наступних умов:

$$\sum_t \Delta CF_{cet} \times (1 + r)^{-t} > 0. \quad (3.4)$$

Щодо господарюючого суб'єкта у формі публічного акціонерного товариства сенс наведеного виразу полягає в зростанні показника прибутку на акцію (*EPS*) і зменшенні ступеня комерційного ризику, що призводить до збільшення вартості його акцій. Проте в цьому випадку слід враховувати той факт, що процедура інтеграційного утворення може здійснюватися шляхом обміну менш цінних акцій підприємства-мети на акції підприємства-поглинача, які мають істотно більшу ринкову вартість. Подібна операція також призведе до збільшення індексу *EPS*, хоча при цьому ефект чистої вартості корпоративного злиття буде відсутній. Фондовий ринок з високим ступенем ймовірності відреагує на таку процедуру об'єднання падінням коефіцієнта привабливості (*P/E*), оскільки зростання показника *EPS* в даному випадку не є наслідком дійсної оптимізації структури підприємства після інтеграції [69].

Поширеним інструментом оцінки ефективності інтеграційних корпоративних процесів в фахових джерелах виступає коефіцієнт Q-Тобіна (Tobins Q-ratio) [70], який надає кумулятивну оцінку динаміки ринкової вартості господарюючого суб'єкта. Характерною його рисою в порівнянні з мультиплікатором *P/BV*, котрий відображає співвідношення «ринкова вартість підприємства/балансова вартість активів», є повний аналіз поточного портфеля активів і зобов'язань підприємства.

На етапі розробки й обґрунтування стратегії і тактики механізму інтеграції коефіцієнт Q-Тобіна виступає одним з критеріїв прийняття управлінських рішень щодо оцінки доцільності придбання певного підприємства-мети. Так, високе значення коефіцієнту властиво ефективним підприємствам – лідерам в своєму ринковому сегменті, тоді як величина коефіцієнту в інтервалі від нуля до одиниці (невключно) свідчить про необхідність розгляду альтернативних варіантів придбання активів. В той же час слід зазначити, що після завершення процедури об'єднання коефіцієнт Q-Тобіна враховує вплив не пов'язаних з інтеграційною реструктуризацією

факторів, що може призвести до спотворення підсумкової аналітичної оцінки отриманого синергетичного ефекту (Додаток В).

На рис. 3.2 наведена блок-схема управління вартістю інтегрованої корпоративної структури у процесі реалізації дружніх злиттів і поглинань непублічних підприємств (приватних акціонерних товариств та товариств з обмеженою відповідальністю).



Рис. 3.2. Управління вартістю інтеграційної структури підприємств у процесі інтеграційної реструктуризації

Джерело: Авторська розробка

Важливим ефектом фінансової синергії інтеграційного процесу виступає зміна ступеня комерційного ризику інтеграційної структури підприємств, що є наслідком так званого ефекту взаємного страхування (або волатильності сукупного грошового потоку) та ефекту диверсифікації бізнесу. Так ступінь ризику має тенденцію до зменшення в тому разі, коли

інтегровані бізнеси відрізняються протилежними реакціями їх фінансових потоків на коливання ринкових факторів. Ефект зниження комерційного ризику як результат корпоративного злиття дозволяє підприємству отримати переваги на ринку позикового капіталу у вигляді більш низької ціни залучених кредитних ресурсів.

3.2. Вдосконалення інструментарію оцінки вартості підприємств при підготовці до злиття або поглинання

В світовій практиці застосування науково-методологічного апарату механізму інтеграційної реструктуризації промислових підприємств попередня оцінка рівня капіталізації бізнесів, що об'єднуються, виступає одним з найважливіших інструментів системної економічної діагностики об'єкта поглинання та визначення загальної ефективності процесу корпоративної інтеграції. На користь такого твердження свідчать наступні обставини:

1) оцінка ринкової вартості підприємств-суб'єктів угоди злиття є умовою забезпечення цільового рівня рентабельності інвестованого в процес корпоративного об'єднання капіталу, а також позитивного значення величини додаткового приросту ринкової капіталізації за підсумками інтеграції ($NAV > 0$);

2) результати аналізу вартості господарюючих суб'єктів створюють відповідні технічні умови розробки ефективної стратегії інвестування фінансового капіталу;

3) об'єктивна оцінка показника капіталізації забезпечує можливість залучення оптимальних фінансових інструментів для реалізації програм стратегічного розвитку бізнесу.

Стратегія нарощування рівня ринкової капіталізації публічних компаній, які є сторонами угод злиття або поглинань, базується на

менеджменті процесу стійкого зростання курсу їх акцій, тоді як шлях до збільшення вартості непублічних комерційних підприємств пролягає через реалізацію цільових інструментів маркетингової та економічної політики й розробку особливих алгоритмів аналізу вартості бізнесу (одним з яких, наприклад, являється процедура дослідження походження доходів підприємницької діяльності).

Особливої актуальності проблема оптимізації методології кількісної оцінки вартості суб'єктів господарювання в процесі планування корпоративної реструктуризації набуває в зв'язку з достатньо великою долею інтеграційних угод, які не забезпечують приросту показника капіталізації після завершення процедури об'єднання. Однією з головних причин такого є некоректна прогностна оцінка ринкової вартості інтегрованої структури промислових підприємств [71, 72].

Ключовим параметром ефективності угоди злиття виступає додатковий приріст рівня капіталізації (*NAV*) реструктуризованого підприємства. Обов'язковими передумовами для методологічно точного розрахунку індексу *NAV* служать аналіз корпоративних фінансових потоків і неприпустимість зменшення обсягу чистого прибутку через збільшення величини підприємницького доходу. Додатковий приріст вартості інтеграційної структури підприємств являє собою різницю між показниками грошового потоку й ризику після процедури злиття та їх значеннями до моменту інтеграційного утворення (ΔCF_{cet}).

Принцип виміру доходності в алгоритмі оцінки вартості комерційних підприємств спирається на сталості або рівномірному збільшенні їх фінансових потоків у залишковому періоді. При використанні метода капіталізації вказані умови охоплюють у тому числі ще й прогностний період. Проте з урахуванням диференціації темпів приросту обсягів грошових потоків інтегрованої структури підприємств залежно від якості прояву синергетичного ефекту, а також темпів надходження валових інвестицій, що призводить до варіювання показників чистих інвестицій і грошових потоків,

подібні інструменти є неефективними з точки зору їх прикладного застосування в процесах злиття або поглинання [73]. Нижче наведено графічне відображення трифазної моделі трансформації грошового потоку для власного капіталу (FCFE), яка виступає індикатором ефективної процедури корпоративної інтеграції для промислових підприємств (рис. 3.3.).

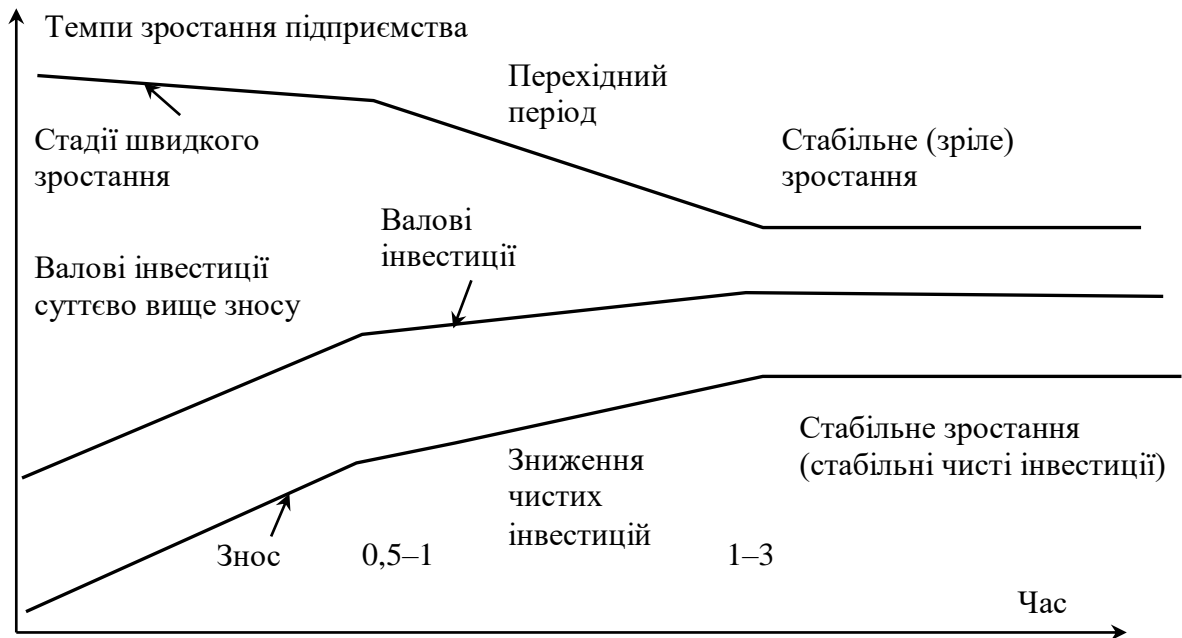


Рис. 3.3. Застосування трифазної моделі FCFE при об'єднанні промислових підприємств

Джерело: Авторська розробка

Згідно з представленою моделлю, високі темпи зростання об'єданого бізнесу характерні лише для першого етапу розвитку синергетичного ефекту реструктуризації. На стадії перехідного періоду відбувається поступове скорочення темпів зростання, яке супроводжується зменшенням показника чистих інвестицій та зміною ступеня комерційного ризику. Тривалість періоду прояву синергетичного ефекту об'єднання суб'єктів господарювання (перші два етапи, зображені на рис. 3.3.) може коливатися в інтервалі від півроку до п'яти років, після чого настає фаза стабілізації зростання бізнесу.

Детальний огляд трифазної моделі FCFE доводить ключову роль аналізу динаміки темпів зростання в оцінці ринкової вартості інтеграційного утворення. Так нехтування вказаним інструментом може призвести до

значної переоцінки рівня капіталізації інтегрованої структури в тому випадку, якщо темпи зростання бізнесу будуть прийняті на рівні першої стадії синергетичного ефекту. В той же час сприйняття темпів зростання на рівні його третьої стадії обумовить недооцінку вартості інтегрованої структури підприємств.

Слід зазначити, що, окрім синергетичного ефекту процедури злиття, до факторів формування темпів зростання фінансових потоків непублічних комерційних компаній відносять динаміку основних макроекономічних та маркетингових показників цільового ринкового сегменту, на якому функціонує підприємство. Ефективне вирішення задачі об'єктивної оцінки зростання ринкової вартості суб'єкта господарювання після завершення процесу інтеграційної реструктуризації можливе лише за умов аналізу коректних економічних індикаторів його діяльності. За рекомендаціями фахових джерел [74, 75], у якості базового показника зростання вартості непублічних підприємств доцільно застосовувати індекс запланованих темпів зростання операційного прибутку (g):

$$g = kr \times ROA. \quad (3.5)$$

де kr – коефіцієнт реінвестицій;

ROA – величина запланованого доходу на інвестований капітал

Коефіцієнт реінвестицій (kr) визначається на підставі фінансових індикаторів підприємства й являє собою відношення суми приросту необоротних (ΔFA) і оборотних активів (ΔCA) за рахунок чистого прибутку та позикового капіталу до прибутку після оподаткування з відсотками за позиковим капіталом:

$$kr = (\Delta FA + \Delta CA - Dep) / EBIT \times (1 - \tau). \quad (3.6)$$

За умов відповідності показника рентабельності активів (станом на момент оцінки) значенню рентабельності базового року індекс запланованих темпів зростання операційного прибутку буде рівним величині запланованого обсягу реінвестування.

В тому випадку, якщо $ROA_t \neq ROA_{t-1}$, коефіцієнт реінвестицій розраховується наступним чином:

$$kr = (\Delta FA + \Delta CA - Dep) / EBIT \times (1 - \tau) \times (ROA_t / ROA_{t-1}). \quad (3.7)$$

Ядром наведеної методики аналізу темпів зростання ринкової вартості інтеграційного утворення виступають планові параметри його інвестиційної стратегії (зокрема, показники обсягу й прогнозної ефективності капіталовкладень).

В методологічному комплексі інструментів дослідження капіталізації інтегрованої корпоративної структури та формування напрямків її збільшення важливе місце посідає процедура оцінки комерційних ризиків, особливо тієї їх групи, які стосуються реалізації механізму злиття й синергетичного ефекту.

Необхідно відзначити, що на даний час проблема адаптації методів дослідження інвестиційних ризиків для вирішення управлінських задач з забезпечення процесів злиття або поглинання все ще носить гострий характер. Ситуація ускладнюється відсутністю системної інформаційно-аналітичної бази щодо використання прикладних моделей оцінки ризику суб'єктів господарювання при здійсненні інтеграційних процедур, а також особливо актуально постає питання аналізу міри впливу ліквідності активів на розрахункову вартість підприємств-учасників угод злиття/поглинання.

Дослідження Р. Томсона [52] були першою спробою створення аналітичної багатофакторної моделі премії за ліквідність, і він отримав таку регресію:

$$\ln(RPRS) = 4,33 + 0,036 \ln(REV) - 0,142 \ln(RBRT) + 0,174 DERN + 0,332 DCUST, \quad (3.8)$$

де $RPRS$ – відношення ціни акцій, обмежених в обігу, до ціни акцій у вільному обігу = $(1 - \text{знижка за відсутність ліквідності})$;

REV – виручка непублічного підприємства, млн г.о.;

$RBRT$ – частка оцінюваного пакета акцій щодо їх загальної кількості;

$DERN$ – характеристика прибутковості компанії ($DERN = 1$ для прибуткового підприємства, $DERN = 0$ – для збиткового);

$DCUST$ – характеристика зв'язку з інвестором ($DCUST = 1$, якщо підприємство має зв'язок з інвестором як з клієнтом, $DCUST = 0$ – в іншому випадку).

Комплексне дослідження впливу чинників ліквідності придбаних за угодами злиття активів на параметри їх ринкової вартості представляється обґрунтованим в наступних випадках:

– при оцінці капіталізації на основі ринкової процедури та наявності кардинальної розбіжності в показниках ліквідності бізнесів суб'єктів інтеграції (в подібних обставинах фактор ліквідності впливає на кінцеві умови і терміни здійснення процесу реструктуризації);

– за умов використання витратного підходу або показника ліквідаційної вартості для визначення капіталізації підприємства-мети (в даному випадку чинник ліквідності обумовлює характер попиту й бере участь у формуванні цін на активи);

– при застосуванні метода дисконтування грошових потоків в процесі оцінки капіталізації підприємства-мети (фактор ліквідності знайде своє відображення в особливостях прояву синергетичного ефекту в параметрах фінансових потоків і комерційного ризику інтегрованого бізнесу) [76].

Після завершення процедури корпоративного злиття або поглинання показник ліквідності демонструє потенціал ефективного використання новоствореної структури, а також визначає вірогідність перепродажу бізнесу при неможливості досягнення запланованих цілей інтеграції. При цьому підприємство з високим рівнем ліквідності є активом, що швидко обертається на фондовому ринку.

З точки зору видів організаційно-правової форми господарюючих суб'єктів очевидний факт того, що всі непублічні компанії є неліквідними. Проте ступінь їх неліквідності може бути обумовлена наступними факторами:

- параметри фінансового становища підприємства (X_1): стабільно високі фінансово-економічні показники забезпечують оптимальне функціонування бізнесу при мінімальному рівні комерційного ризику;

- мета реалізації інтеграційної реструктуризації (X_2): стратегічний або фінансовий характер запланованої інвестиції може бути визначальним при встановленні знижки від базової ціни підприємства-мети;

- ступінь ліквідність активів господарюючого суб'єкта (X_3): якісний склад і структура основного й обігового капіталу формують конкурентні переваги підприємства по відношенню до потенційних покупців (фактор аналізується за умови застосування витратного метода оцінки вартості підприємства);

- ринковий потенціал стійкого розвитку бізнесу (X_4): фактор надає суттєвого впливу на зростання рівня ліквідності підприємства;

- абсолютне значення величини ринкової вартості підприємства-мети й вірогідність його перетворення за типом публічної організаційно-правової форми (X_5): як правило, на дрібні елементи поширюється більш високий відсоток знижки від базової ціни продажу [77];

- наявність в пропозиції до продажу контрольного пакету прав власності на підприємство (X_6): основною метою поглинання непублічного суб'єкту господарювання є забезпечення повної керованості його ринкової діяльності, в зв'язку з чим контрольні пакети прав мають значну ліквідність на фондовому ринку (в іншому випадку відносно компаній, що пропонують неконтрольний пакет, застосовується більший розмір знижки за неліквідність).

Виходячи з наведеного вище, процедура розрахунку знижок за рівень ліквідності від базової величини ціни підприємства, що поглинається, проводиться у наступних випадках:

1) за умови застосування ринкового алгоритму оцінки вартості при здійсненні порівняльного аналізу об'єкта інвестування з галузевою підприємством-аналогом, яка має якісно інший показник ліквідності активів;

2) при використанні витратного метода аналізу вартості ліквідність виступає базисом формування ціни пропозиції активів;

3) в процесі аналізу потенціалу реструктуризації підприємства (у випадку неефективності механізму інтеграційного утворення) й при оцінці рівня ліквідності, спираючись на наступну залежність:

$$k_{\mathcal{L}} = \Psi(X_1, X_2, \dots, X_5). \quad (3.9)$$

В табл. 3.3. представлені пропозиції автора даного дисертаційного дослідження щодо методології проведення експертної оцінки факторів неліквідності промислових підприємств при підготовці їх до злиття або поглинання.

Таблиця 3.3

Обґрунтування знижки за неліквідність підприємства-мети, % до вартості бізнесу

Характеристика бізнесу	Експертна оцінка характеристики за 100-бальною шкалою	Оцінки Кг для стратегічного покупця	Оцінки Кг для фінансового покупця
1. Фінансова стійкість	– висока, 0–10 балів	0,0	0,0
	– нормальна, 11–50 балів	2,0	2,0
	– низька, 51–100 балів	6,0	10,0
2. Ліквідність основних активів	– активи ліквідні, 0–10 балів	0,0	0,0
	– активи неліквідні, понад 10 балів	1,0	5,0
3. Перспективи зростання	– вищі за ринкові, 0 балів	0,0	0,0
	– відповідають ринковим, 1–30 балів	1,0	2,0
	– нижче ринкових, понад 30 балів	5,0	10,0

Продовження табл. 3.3

4. Розмір підприємства (річна виручка)	– більше \$ 100 млн, 0 балів	0,0	0,0
	– від \$ 25 до 100 млн, 1–30 балів	2,0	2,0
	– менше \$ 25 млн, понад 30 балів	3,0	3,0
5. Розмір придбаного пакета (частки)	– контрольний, 0–10 балів	0,0	0,0
	– блокуючий, 11–30 балів	3,0	3,0
	– міноритарний, понад 31 бал	10,0	7,0
Мінімум/максимум		1,0 / 25,0	1 / 35,0

Джерело: систематизовано автором за даними [78, 79, 80, 81, 82]

Запропоновані в таблиці інтервали кількісної оцінки чинників неліквідності підприємства-мети спираються на такі твердження:

1. Фактор неліквідності має більш значиму роль в угодах корпоративної реструктуризації фінансового типу;
2. Вплив параметру неліквідності обмежений експериментальним рівнем, який дорівнює 35%.

Процедура дослідження дії ліквідності підприємства, що поглинається, на заплановані показники ефективності інтеграційного утворення визначається наступними передумовами:

- період оцінки ринкової доцільності функціонування інтеграційної структури підприємств й прийняття можливого управлінського рішення про реалізацію придбаних активів складає два роки;
- на фондовому ринку ціна пропозиції таких активів встановлюється виходячи з їх базової ціни згідно угоди злиття (A_0) та з урахуванням параметру ліквідності (k_L), при цьому прибуток від господарської діяльності інтегрованої структури за вказаний період дорівнює нулю.

Зважаючи на викладене загальний показник фінансових втрат інвестора при здійсненні операцій купівлі-продажу непублічних активів може бути розрахований за формулою:

$$\Delta A = A_0 \times (1 + R_{бр})^2 \times k_L. \quad (3.10)$$

Оцінка впливу неліквідних активів на зменшення ринкової капіталізації реструктуризованого суб'єкта господарювання здійснюється за допомогою наведеного виразу:

$$\Delta PV = \Delta A / (PV_A + PV_B). \quad (3.11)$$

Оптимальною методикою аналізу механізму генерації премії за ліквідність виступає регресивне моделювання вказаних вище залежностей, проте, зважаючи на недоступність об'єктивних репрезентативних даних про базові умови угод поглинання непублічних компаній, практична реалізація такого інструменту є вкрай ускладненою.

Одним з найбільш важливих елементів алгоритму визначення вартості пакету акцій придбаного непублічного господарюючого суб'єкта служить процедура урахування розміру такого портфеля, оскільки даний аспект визначає ступінь одержуваного інвестором контролю над цільовими активами по завершенню процесу інтеграції. Тому на ринку M&A особливу актуальність мають прикладні методи дослідження кореляції частки придбаних корпоративних прав та її ринкової вартості.

Угода купівлі-продажу активів, об'єктом якої виступає контрольний пакет акцій непублічної компанії, являє собою типовий варіант здійснення механізму злиття, індикативним чинником ефективності котрого у тому числі є розмір премії за забезпечення права управлінського контролю над підприємством [83].

На відміну від цього пропозиція неконтрольного портфелю акцій обумовлює необхідність процедури визначення розміру знижки од базової ціни активів. Результати огляду спеціалізованих джерел свідчать про те, що існує строга залежність між зниженням ринкової вартості акції та зменшенням розміру їх пакету. В даному випадку управлінські повноваження інвестора прямо пропорційні ціні придбаних корпоративних прав.

Нижче наведена авторська класифікація основних теоретико-методологічних підходів стосовно оцінки впливу величини портфеля активів на їх вартість.

1. Методи, які спираються на аналіз емпіричних значень показників премій та знижок, фактично виплачених при поглинанні аналогічних компаній.

У цій групі широке застосування отримав метод запропонований Д. Кінгом, Д. Далтоном, К. Вейлі і Дж. Говіном [84], згідно з яким розмір премії за контрольний пакет акцій варіює в інтервалі 30-40%, а величина знижки за неконтрольний пакет складає 20-25% від базової ціни активів.

До відомих обмежень такого підходу слід віднести можливість аналізу статистичних показників переважно публічних компаній, ефект від купівлі контрольного пакету яких є менший порівняно з непублічними підприємствами. До того ж такі дані не дозволяють здійснити відособлене дослідження дії прогнозованих ефектів контролю й синергії за результатами інтеграції на величину премії.

2. Коефіцієнти контролю, параметри яких прямо корелюються з розміром долі корпоративних прав, що підлягають оцінці.

Коефіцієнт контролю відносно портфеля акцій з частками від 75% до 100% становить 1,0, відносно портфеля від 50% «плюс 1 акція» до 75% «мінус 1 акція» складає 0,9 і т. д. При цьому величина знижки варіює від 0% (за умов пропозиції контрольного пакета з частками від 75 до 100%) до 40% (при розмірі пакета акцій менше 10%).

Значною перевагою такого метода є висока об'єктивність отриманих оцінок цільових параметрів. Разом з тим алгоритм не оперує первинними даними про маркетингові показники підприємства-мети й обраного аналога, що може призводити до некоректного визначення ринкової вартості тієї чи іншої частки активів.

3. Новітні тенденції в методологічному апараті дослідження впливу розміру пакета активів на їх вартість втілює принцип розподілу ефекту

контролю залежно від величини портфеля корпоративних прав, що пропонуються у якості об'єкта купівлі-продажу [85]. Процедури аналізу структури акціонерного капіталу (*АСАК*), які є наслідком прикладної реалізації такого принципу, на даний час знаходяться на стадії науково-теоретичного обґрунтування. Проте з метою практичної апробації методу *АСАК* і створення інформаційної бази результатів його застосування був розроблений ряд рекомендацій в роботі С. Гросмана та О. Харта [86] і розвинений в роботі Дж. Гамільтона і М. Хіла [87].

Сутність аналізу структури акціонерного капіталу полягає в дослідженні двох елементів, які детермінують показник премії за кількість виставлених на продаж акцій:

1. Частка премії за величину портфелю активів: являє собою результат пропорційного розподілу сумарного ефекту від контролю між акціонерами підприємства й забезпечує виникнення додаткових економічних переваг без здійснення процедури зміни прав контролю.

2. Частка премії за привілеї юридичного характеру, які обумовлені інвестуванням у значний за обсягом пакет акцій.

Процес аналізу враховує три рівні структури портфелю корпоративних прав, на яких різко трансформується ступінь управлінського контролю за господарюючим суб'єктом: 25% «плюс 1 акція», 50% «плюс 1 акція», 75% «плюс 1 акція». Крім того, береться до уваги непропорційність оцінки пакетів акцій заданого об'єму згідно з поточною структурою прав власності активів: так ринкова вартість портфелю 4% є значно вищою для акціонера з пакетом у 23% в порівнянні з володарем 17% акцій [88].

Згідно з методологією *АСАК* оцінка показника премії за контроль формується за участю внутрішніх (проведення реструктуризації частки капіталу підприємства в інтересах мажоритарних акціонерів) та зовнішніх чинників (отримання комерційного результату власниками контрольних пакетів акцій придбаних активів завдяки синергетичного ефекту їх інтеграції з цільовими корпоративними структурами).

З урахуванням наведеного вище принципову модель взаємозв'язку динаміки показника ринкової вартості активів та величини запропонованого до продажу портфелю акцій можливо сформулювати наступним чином: значення вартості одиниці акції з контрольного пакету (50% «плюс 1 акція») формується на підставі фактично отриманих власниками міноритарних часток прав управлінського контролю активів; така оцінка є вищою за номінальну вартість акції з блокуючого пакету й пакету з часткою до 75% акцій; в той же час ціна одиниці акції окремого міноритарного пакету й пакету з часткою понад 75% є меншою за вартість акції блокуючого пакету.

Характерна особливість такої моделі полягає в стійкій динаміці зростання загальної вартості пакета акцій. Описані залежності графічно представлені на рис. 3.4.

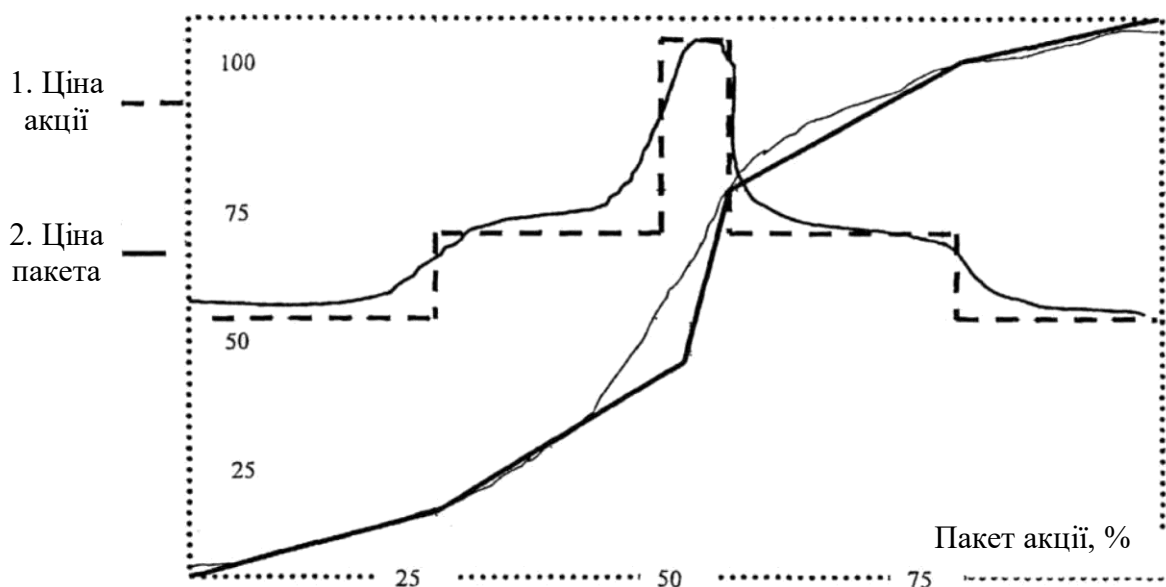


Рис. 3.4. Залежність вартості однієї акції і від розміру пакета акцій при проведенні інтеграційної реструктуризації (%)

Джерело: Авторська розробка

Наведені на рисунку 3.4. ламані лінії відображають умову одночасного придбання інвестором цільового пакету корпоративних прав, тоді як криві апроксимації визначають можливість купівлі портфелю акцій через здійснення необмеженої кількості угод.

Різниця значень цін на акції міноритарного й контрольного пакетів може складати 30-40%, що обумовлено мірою прояву синергетичного ефекту інтеграційної реструктуризації та наслідками прийнятих рішень з боку мажоритарного акціонера щодо управління фінансовими потоками підприємства.

При викладенні аспектів процедури аналізу кореляції вартості активів і величини їх портфелю у низці праць [89, 90, 91, 92] акцентується увага на можливості зменшення індексу питомої доходності акції у випадку купівлі пакету в інтервалі між точками зростання ступеня управлінських повноважень виключно з метою отримання фінансового доходу, тобто відстоюється думка про зворотну залежність між вартістю одиниці акції і обсягом пропонованого до продажу портфеля. Подібна теза розглядається автором роботи як дещо однобічна, оскільки таким чином нівелюється якісний ефект значного за обсягом пакету акцій, виражений у збільшенні управлінських повноважень інвестора та його контролю ринкової діяльності об'єднаного підприємства, що і складає стратегічну задачу будь-якого процесу інтеграційного утворення.

У фаховому середовищі поширеною практикою є застосування показника премії за контроль, середнє значення якого становить 40%. Проте така оцінка не спирається на строгий методологічний аналіз зв'язку запланованого інвестиційного ефекту й величини портфеля пропозиції акцій, а має, скоріше, емпірично-психологічний генезис.

Розмір знижки за неконтрольний пакет, як вказують С. Скот, М. Роберт, С. Дін наприклад, може сягати межі від 20 до 70% [93]. Дослідження Ф. Еванса і Д. Бішопа [1] свідчать, що завищений відносно реальної оцінки показник вартості контрольного пакету акцій, який охоплює (крім премії за контроль) частку прогнозованого синергетичного ефекту інтеграції у фінансовому вираженні, який є наслідком інвестування в контрольний пакет.

В таблиці 3.4 наведені дані для отримання наближених значень оцінок рівня управлінського контролю залежно від величини портфелю акцій. До

відомих обмежень застосування такого методу слід віднести неможливість врахування інтересів міноритарних акціонерів і ситуації недружнього злиття.

Таблиця 3.4

Рівень контролю підприємства залежно від розміру пакета

Розмір пакета	Рівень контролю
До 25%	0
Від (25% + 1 акція) до 50%	0,12
Від (50% + 1 акція) до (75% – 1 акція)	0,88
75% і вище	1,00

Джерело: систематизовано автором за даними [1, 93]

Тому використовувати рекомендований алгоритм можна тільки для отримання наближених значень при оцінках вартості пакетів під час злиттів і дружніх поглинань. Зокрема Ченг Ф. Лі, Фіннерті Дж. [94], Стеченко Д. М., Жигалкевич Ж. М. [95], Стивенсон В. Дж. [96] наводять результати оцінки ступеня контролю, які втричі відмінні від тих, що отримані відповідно до [97].

Нижче викладені основні принципи авторської методики дослідження взаємозв'язку між вказаними параметрами для непублічних суб'єктів господарювання при підготовці й реалізації процедури корпоративного злиття або поглинання.

1. При плануванні процедури інтеграції слід диференціювати види премії за контроль в умовах запланованого синергетичного ефекту об'єднання промислових підприємств та його відсутності.

2. Кореляція параметрів ціни одиниці акції та розміру пакета детермінується якістю результатів управлінських зусиль володаря даного пакету акцій, направлених на організацію процесу контролю фінансових потоків й одержання відповідного економічного ефекту. Ключовим чинником капіталізації суб'єкту господарювання виступає додатковий прибуток або будь-які інші результати його комерційної діяльності, тому з

точки зору мажоритарного інвестора є вкрай важливим показник питомого підприємницького доходу на одну акцію.

3. Коректна процедура аналізу величини премії за контроль ґрунтується на дослідженні якісних і кількісних характеристик ефектів, які потенційно можуть бути доступними інвестору внаслідок реалізації належних йому корпоративних прав. Розглянемо деякі джерела виникнення подібних ефектів.

Одним з прийомів збільшення рівня доходності на кожен акцію мажоритарного пакету є реформування напрямків використання фінансових ресурсів компанії при збереженні профілю її виробничо-господарській діяльності. При цьому максимальна оцінка вартості контрольного пакету акцій буде складатися з суми показників додаткового прибутку мажоритаріїв та ринкової ціни поточного портфелю корпоративних прав, що вже перебуває у їх власності.

Кардинальна реорганізація фінансових потоків інтегрованого підприємства, що може супроводжуватися диверсифікацією його комерційної діяльності під управлінням мажоритарних акціонерів-власників контрольних або блокуючих портфелів, являє собою дієвий напрямок підвищення показника прибутку на одну акцію пакету в тому випадку, якщо цей варіант забезпечить запланований ефект з урахуванням відповідних затрат на його реалізацію.

Нарешті, ключовим чинником формування додаткової доходності контрольного пакету акцій виступає сам факт отримання в результаті угоди злиття повного управлінського контролю над господарюючим суб'єктом, що створює можливість розробки та здійснення комплексу стратегічної маркетингової й фінансово-економічної політики, яка буде визначати комерційну ефективність об'єднаного підприємства і цільовий рівень інвестиційної прибутковості.

4. Характер алгоритму, використаного для оцінки величин премії за контроль або знижки за неконтрольний портфель корпоративних прав,

визначає особливості прикладного застосування даних параметрів. У фаховому управлінському середовищі поширена думка про те, що задача оцінки рівня капіталізації повністю контрольованої мажоритарним інвестором підприємства вирішується за допомогою доходного методу. В зв'язку з цим угода про придбання неконтрольного пакету акцій передбачає надання знижки [98, 99].

Проте слід взяти до уваги, що володар контрольного портфелю непублічного суб'єкту господарювання та власники блокуючих пакетів акцій в тому разі, якщо вони уособлюють собою топ-менеджмент інтеграційного утворення, за рахунок своїх владних повноважень вже використали належні їм права щодо премії за контроль шляхом отримання матеріальних заохочень у вигляді високої заробітної плати й різноманітних фінансових бонусів. При застосуванні доходного методу оцінки капіталізації бізнесу подібне обумовлює зменшення показників корпоративного прибутку, грошових потоків і загальної ринкової вартості інтегрованої структури.

Модель розрахунку вартості компанії (V_B) за методикою доходу наведена нижче:

$$V_B = Pa_B \times Na_B, \quad (3.12)$$

де Na_B – кількість акцій в обігу;

Pa_B – вартість однієї акції в міноритарному пакеті.

Виходячи з наведеного вище, при визначенні вартості мажоритарних пакетів акцій непублічних суб'єктів господарювання доцільно абстрагуватися від показника знижки в міноритарному пакеті й аналізувати саме величину премії контрольного або блокуючого портфелю.

5. Наслідком процесу реалізації інтеграційної угоди може стати утворення контрольного пакету акції, що забезпечує інвестору додатковий економічний ефект, фінансова оцінка якого знаходить свій прояв у величині ринкової ціни портфелю. При цьому слід взяти до уваги, що процедура

розрахунку ринкової вартості контрольного пакету за допомогою доходного методу призводить до об'єктивної диференціації значень ціни одиниці акції в контрольному і неконтрольному пакетах непублічного підприємства.

6. Розмір премії за прогнозований синергетичний ефект злиття визначається на підставі економічної оцінки його масштабу й рівня капіталізації підприємства. Ефект синергії у своєму фінансовому вираженні, скоригованому на величину премії за контрольний пакет, підлягає перерозподілу між акціонерами згідно їх часткам в статутному фонді інтегрованої структури підприємств.

7. Формування нового складу і структури акціонерів та топ-менеджменту об'єднаного суб'єкту господарювання, а також їх високі амбіції щодо програм матеріального стимулювання й фінансових бонусів за контроль обумовлює високу актуальність задачі розрахунку максимального значення додаткового ефекту від володіння мажоритарними портфелями.

Алгоритм оцінки максимальної вартості контролю ґрунтується на показнику прибутку до оподаткування, скоригованого на значення запланованого обсягу інвестицій (при умові аналізу ринкової капіталізації бізнесу за методикою доходу). При цьому додатковий ефект від інвестування в контрольний пакет акцій для мажоритарного акціонера може бути виражений у вигляді підвищеної суми оплати праці та віднесенням всього або частини чистого прибутку за вирахуванням інвестицій на статті витрат. Така модель дозволяє акціонеру при відповідному бухгалтерському і фінансовому документальному супроводі одержувати дохід, який не підлягає цільовому оподаткуванню [100].

Кумулятивний показник обсягу грошових коштів, одержаних акціонерами компанії за рахунок реалізації наведеного механізму зменшення бази оподаткування прибутку, складе величину додаткової вартості премії за контроль. Припустимо, що мажоритарні акціонери вже скористалися фінансовими можливостями та бонусами, наданими їх відповідним статусом в ієрархії компанії. При цьому мажоритарії мають права на одержання

належних дивідендів. Звідси сума нарахованих на частку виплачених дивідендів податків явить собою максимальний рівень показника додаткової премії за контрольні або блокуючі пакети акцій.

Таким чином, вирішення задачі визначення величини премії за розмір портфелю корпоративних прав досягається через процедуру аналізу розподілу загального ефекту від зниження бази оподаткування прибутку серед мажоритарних акціонерів [101, 102]. Нижче представлена модель розрахунку приналежної l -му акціонеру (P_{rl}) частки такого ефекту у фінансовій формі:

$$P_{rl} = \{Div \times \tau / (1 - \tau)\} \times (Q_l / \Sigma Q_l). \quad (3.13)$$

де Div – запланований показник дивідендів інтегрованої структури підприємств;

L – кількість мажоритаріїв, між якими розподіляється ефект від скорочення податкових платежів;

Q_l – розмір l -го пакету акцій.

В даному випадку величина максимальної додаткової премії за контроль буде дорівнювати сумі значень показників ринкової вартості мажоритарних пакетів, оцінених за ставкою прибутковості власного капіталу ($\sum \Delta PV_l = \sum P_{rl} / ROE$).

Ефект від отримання мажоритарним акціонером компанії, що поглинається, повної суми збільшення видатків у якості особистого прибутку розраховується за формулою:

$$E = Npr / (1 - \tau) - d \times Npr / r. \quad (3.14)$$

де Npr – показник чистого прибутку;

d – розмір пакету акцій;

r – рентабельність власного капіталу.

З наведеного виразу є очевидним, що зростання витрат на показник $Npr / (1 - \tau)$ обумовлює зменшення рівня ринкової вартості суб'єкта господарювання на значення Npr / r . У разі $1 / (1 - \tau) > d / r$ параметр E буде являти собою додатну величину. Така залежність у графічному вигляді представлена на рис. 3.5.

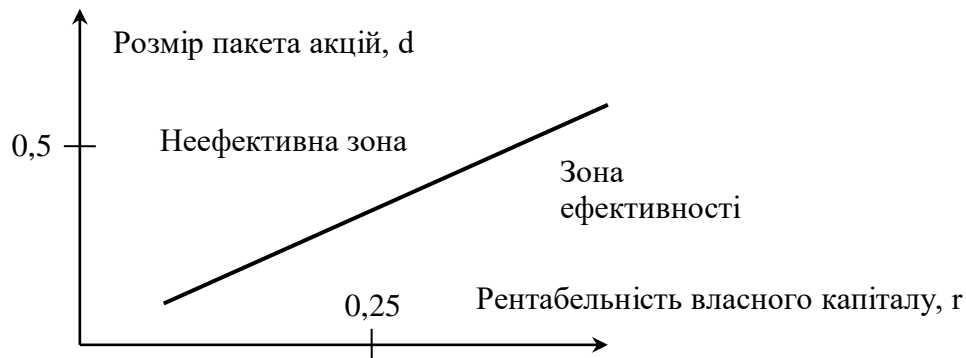


Рис. 3.5. Умова доцільності зниження прибутку для отримання ефекту продажу непублічного бізнесу власником контрольного пакета
Джерело: Авторська розробка

Запропонований методичний підхід розкриває загальний принцип пропорційного розподілу ефекту використання механізму зниження бази оподаткування прибутку між власниками контрольного та блокуючих пакетів акцій на етапі підготовки інтеграційної реструктуризації і не враховує варіації окремих випадків прикладного вирішення вказаної задачі.

На підставі вищевикладеного сформулюємо базовий алгоритм визначення розміру премії за контроль в процесі оцінки ринкової вартості мажоритарного портфелю акцій непублічного підприємства:

1. Вивчається структура власності підприємства і аналізуються шляхи утворення та прогностні значення основних фінансових бонусів для мажоритарних акціонерів;

2. За допомогою доходного методу оцінюється показник ринкової вартості компанії (з урахуванням величини бонусів), яка послужить базисом ціноутворення одиниці акції міноритарного пакету;

3. Пропорційно до розміру запропонованого портфелю розраховується вартість корпоративних прав без суми додаткових бонусів;

4. Для власників мажоритарних пакетів акцій оцінюється показник додаткових бонусів, при цьому джерелом формування сукупної величини бонусів за контроль виступає показник операційного прибутку підприємства після фінансування інструментів програми стратегічного корпоративного розвитку;

5. Здійснюється процедура розподілу фонду економії, утвореного за рахунок впровадження алгоритму зменшення бази оподаткування прибутку, що являє собою ресурс додаткової премії для мажоритарних акціонерів.

Реструктуризація господарюючого суб'єкту, процес якої не передбачає отримання й використання синергетичного ефекту, може бути доцільною для мажоритарія з контрольним пакетом у тому випадку, коли отриманий ним доход від реалізації частини активів з урахуванням суми бонусів за контроль, а також ринкова вартість його частки в портфелі інтегрованої структури підприємств складуть більший фінансовий показник у порівнянні з оцінкою частки капіталу підприємства до реструктуризації [103, 104].

Під час узгодження умов договору дружнього злиття особливу увагу слід приділити процедурі визначення премії за контроль мажоритарним акціонерам підприємства, що поглинається. Величина бонусів за контрольний і блокуючий пакети обумовлюється сукупною оцінкою премії (P) як результатом прояву синергетичного ефекту корпоративного об'єднання й алгоритмом її розподілу. При цьому ступінь капіталізації інтеграційного утворення (BPV_{AB}) характеризується договірними обставинами щодо розмірів поточних бонусів покупця й впливом ефекту синергії злиття ($CE-P-E$), який в даному випадку відображає максимально можливий рівень значення цінової премії до показника ринкової вартості підприємства-мети.

Структура загальної премії за контроль підприємства, що поглинається, представлена складовою, яка пропорційно розподіляється між акціонерами

відповідно до їх часток в статутному фонді (P_1), а також частиною спеціальних бонусів, які призначені власникам контрольних і блокуючих портфельів (P_2). Зведений пакет фінансової винагороди мажоритарних акціонерів підприємства-мети обумовлюється розміром премії до ціни контрольного портфелю, яку можна представити у вигляді $(k \times P_1 + P_2)$.

Таким чином, в механізмі інтеграційної реструктуризації показник загальної премії за контроль визначається сукупною величиною премії за інвестування в активи і пакетом фінансових бонусів.

Модель реалізації синергетичного ефекту інтеграційного утворення по відношенню до стратегічного інвестора може бути сформульована наступним чином:

$$BPV_{AB} - (BPV_A + BPV_B) > (P + E). \quad (3.15)$$

У наведеному виразі показник ринкової вартості підприємства-мети (BPV_B) включає обсяг його існуючих фінансових потоків, проте не враховує суму бонусів мажоритарних акціонерів. З огляду на це синергетичний ефект злиття для підприємства-покупця можна представити у такому вигляді:

$$E_{лок} = CE - (P + E). \quad (3.16)$$

На практиці фінансові результати корпоративної інтеграції розподіляються серед мажоритарних акціонерів та топ-менеджерів об'єднаного підприємства, що обумовлює високу вірогідність узурпації ними вагової частки ринкової вартості підприємства-мети й синергетичного ефекту злиття. В зв'язку з цим постає методологічна необхідність щодо принципового розмежування в застосуванні алгоритму *SAPM* (модель оцінки довгострокових активів) стосовно публічних і непублічних суб'єктів господарювання.

Автор даного дисертаційного дослідження вважає, що відносно непублічних компаній модель *SAPM* повинна відображати особливості

оцінки рентабельності власного капіталу в умовах різних за кількістю акцій портфельів корпоративних прав: в тому випадку, якщо процедура аналізу даного показника не бере до уваги наявності бонусів мажоритаріїв, величина рентабельності капіталу в контрольних і блокуючих пакетах акцій буде враховувати параметр премії за контроль ($+\Delta R$), а в міноритарних – відповідно, знижки ($-\Delta R$).

Нижче наведена модель розрахунку показника рентабельності портфелю корпоративних прав фінансово залежного господарюючого суб'єкту ($R_{\phi з.п}$) згідно з алгоритмом *CAPM*:

$$R_{\phi з.п} = R_{\phi р} + ERP \times \beta_{н\phi з} \times [1 + (1 - \tau) \times D / E] + SCP + SCRP + \Delta R. \quad (3.17)$$

На рис. 3.6. представлена графічна ілюстрація варіацій функції $r_f = \Psi(\rho)$ для заданих портфельів акцій відповідно.

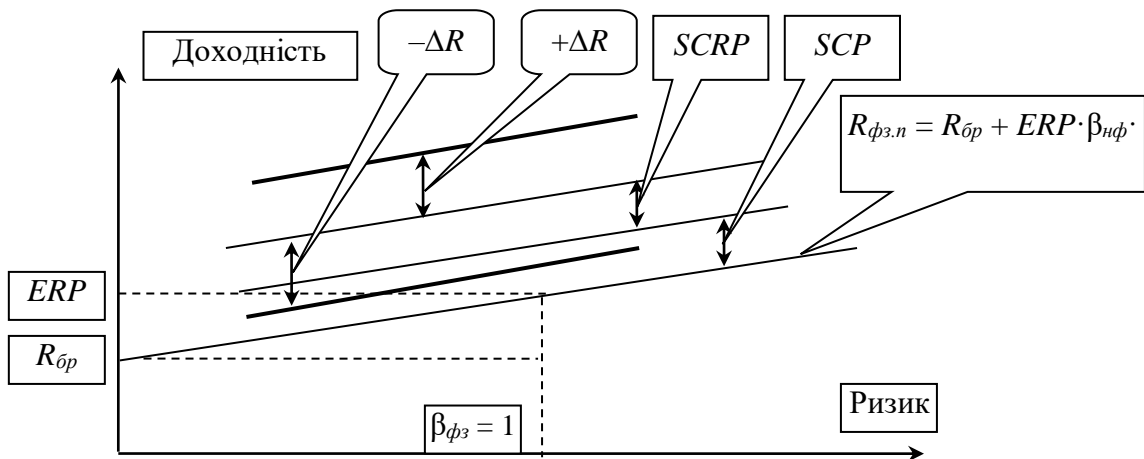


Рис. 3.6. Рентабельність власного капіталу непублічних підприємств (як приклад ПрАТ і ТОВ)

Джерело: Авторська розробка

Слід зазначити, що з метою запобігання випадків рейдерського поглинання активів, одним з поширених інструментів якого виступає первісне придбання пакету акцій підприємства-мети з подальшим отриманням над нею повного управлінського контролю через здійснення шахрайських і протиправних дій, необхідно запровадити особливий контроль

за процедурою визначення вартості акцій неконтрольного пакету, перевищення ціни яких відносно вартості акцій в контрольному пакеті може виступати індикатором планування процесу недружнього поглинання [303].

Нижче представлені алгоритми реалізації задачі оцінки вартості бізнесу при інтеграційній реструктуризації. Розглянемо їх детальніше.

Показник ринкової капіталізації господарюючого суб'єкту (*BPV*) на заданий момент часу може бути розрахований за допомогою наступної моделі:

$$BPV = \sum_{t=1}^T CF_t \frac{1}{(1+r_t)^t} + \frac{CF_T}{r_T(1+r_T)^T}. \quad (3.18)$$

де CF_t – показник грошового потоку в момент t ;

r_t – коефіцієнт дисконтування;

T – фіксований момент ($T = 5$).

У формулі 3.18 перший доданок являє собою оцінку вартості підприємства, яка визначається обсягом грошових потоків прогнозного періоду, другий доданок виражає вартість бізнесу, сформовану корпоративними фінансовими потоками за станом на залишковий період.

Стохастичний характер показника *BPV* обумовлений ставкою дисконтування, структура якої представлена у вигляді:

$$r_t = r_{0t} + \Delta r_t + \varepsilon_t \quad (3.19)$$

де r_{0t} – апріорі відома задана складова (або безризикова ставка);

Δr_t – функція ризику;

ε_t – випадковий фактор.

Коефіцієнт дисконтування може бути виражений наступним чином:

$$r_t = r_{Et} + \varepsilon_t. \quad (3.20)$$

На підставі даних про оцінки показників капіталізації національних промислових підприємств, діапазон визначення випадкового фактору ε_t може бути представлений у наступному вигляді:

$$0 \leq \varepsilon_t \leq 3 r_{0t}. \quad (3.21)$$

У наведеному інтервалі варіює множина випадкових значень змінної ε_t , що створює методологічні передумови для проведення дослідження ключових імовірнісних параметрів оцінки ринкової вартості промислового підприємства, а саме математичного очікування й дисперсії.

Процедура розрахунку показників грошових потоків CF_t спирається на базові індикатори ринкової стратегії підприємства, при цьому значення CF_t залишкового періоду є тотожним величині грошового потоку за станом на завершальний рік горизонту планування, тобто $CF_T = CF_5$.

Модель для визначення математичного очікування вартості бізнесу $m_{BPV} = M(BPV)$ представлена нижче:

$$m_{BPV} = \sum_{t=1}^T CF_t \times M \left[\frac{1}{(q_t + \varepsilon_t)^t} \right] + CF_T \times M \left[\frac{1}{(r_{0T} + \varepsilon_T) \times (q_T + \varepsilon_T)^T} \right], \quad (3.22)$$

де $q_t = 1 + r_{0t}$,

Найбільшу методологічну складність виразу 3.22 становить операція усереднення елементів, які розташовані всередині оператора M . Для цього виконаємо наступне перетворення:

Позначимо:

$$m_t = M \left[\frac{1}{(q_t + \varepsilon_t)^t} \right], \quad m_T = M \left[\frac{1}{(r_{0T} + \varepsilon_T) \times (q_T + \varepsilon_T)^T} \right]. \quad (3.23)$$

Тоді:

$$m_t = \int_{-\infty}^{\infty} \frac{1}{(q_t + \varepsilon_t)^t} \times f(\varepsilon_t) d\varepsilon_t, \quad (3.24)$$

$$m_T = \int_{-\infty}^{\infty} \frac{1}{(r_{0T} + \varepsilon_T) \cdot (q_T + \varepsilon_T)^T} \times f(\varepsilon_T) d\varepsilon_T. \quad (3.25)$$

Методика обчислення наведених інтегралів основана на аналізі щільності ймовірностей. Для вирішення подібної задачі автором дисертаційної роботи рекомендується використовувати варіант трикутного розподілу коефіцієнтів дисконтування за законом Сімпсона на відрізках $(r_{0t}; 4r_{0t})$ [303].

Виразимо щільність ймовірностей через такі критерії:

$$k(a, b) := \frac{4}{b^2 - a^2} \quad (3.26)$$

$$f(a, b, x) := \begin{cases} f \leftarrow k(a, b) \times (x - a) & \text{if } a \leq x \leq \frac{b-a}{2} \\ f \leftarrow -k(a, b) \times (x - b) & \text{if } \frac{b-a}{2} \leq x \leq b \\ f \leftarrow 0 & \text{otherwise} \end{cases} \quad (3.27)$$

Перший доданок базовій моделі оцінки ринкової вартості інтеграційної структури (3.27) може бути представлений в наступному вигляді:

$$m(a, b, q, t) = \int_a^b \frac{1}{(q+x)^t} \cdot f(a, b, x) dx. \quad (3.28)$$

Другий доданок моделі:

$$m_T(a, b, q, c) = \left[\int_a^b \frac{1}{(c+x) \times (q+x)^T} \times f(a, b, x) dx \right]. \quad (3.29)$$

Результатом розкриття зазначених виразів стане довірчий інтервал, в якому із заданим ступенем ймовірності буде варіювати значення оцінки капіталізації запропонованого до продажу підприємства.

Для дослідження показника ринкової вартості господарюючого суб'єкту за умови стохастичності ставок дисконтування й величин грошових

потоків застосовується наведені вище модель 3.11 та параметри вихідних даних. Згідно з алгоритмом аналізу сукупність оцінок грошових потоків CF_1, CF_2, \dots, CF_T являє собою випадкову корельовану послідовність з обмежуючими факторами [300]:

$$CF_1 \in [0,8CF_{01}, 1,2CF_{01}],$$

$$CF_2 \in [0,7CF_{02}, 1,3CF_{02}],$$

$$CF_3 \in [0,6CF_{03}, 1,4CF_{03}],$$

$$CF_4 \in [0,5CF_{05}, 1,5CF_{04}],$$

$$CF_5 \in [0,4CF_{05}, 1,6CF_{05}].$$

Показник CF_0 має аналогічне розглянутому вище алгоритму оцінки капіталізації значення. Межі інтервалів варіювання величин грошових потоків CF_t , які розподілені за законом Сімпсона, носять емпіричну природу й характеризують принцип підвищення ступеня невизначеності результатів прогнозування в зв'язку зі збільшенням його горизонту.

Інтервали величин коефіцієнту дисконтування формуються аналогічно і є єдиними для всіх діапазонів.

$$r_1 \in [0,7r_1, 1,3r_1],$$

$$r_2 \in [0,7r_2, 1,3r_2],$$

$$r_3 \in [0,7r_3, 1,3r_3],$$

$$r_4 \in [0,7r_4, 1,3r_4],$$

$$r_5 \in [0,7r_5, 1,3r_5],$$

Функція кореляції показників CF_t і CF_τ ($t \neq \tau$) представлена нижче:

$$r(t, \tau) = \exp\{-\alpha|t - \tau|\}, \quad (3.30)$$

де α – параметр, що обумовлює «час кореляції».

З урахуванням того, що параметри q_t і CF_t є незалежними, маємо вираз:

$$M_{BPV} = \sum_{t=1}^T \bar{q}_t \times \overline{CF}_t + \bar{Q}_T \times \overline{CF}_T \quad (3.31)$$

де

$$\bar{q}_t = M \left\{ \frac{1}{(1+r_t)^t} \right\}, \quad \bar{Q}_T = M \left\{ \frac{1}{r_T(1+r_T)^T} \right\}, \quad \overline{CF}_t = M \{ CF_t \}. \quad (3.32)$$

Дисперсія показнику ринкової капіталізації підприємства (*BPV*) розраховується наступним чином:

$$D_{BPV} = M \left\{ \left(\sum_{t=1}^T (q_t CF_t - \bar{q}_t \overline{CF}_t) + (Q_T CF_T - \bar{Q}_T \overline{CF}_T) \right)^2 \right\}. \quad (3.33)$$

На підставі наведених вище положень величини вартості бізнесу та її дисперсії матимуть такі оцінки:

$$M_{BPV} = \sum_{t=1}^T \bar{q}_t \times \overline{CF}_t + \bar{Q}_T \times \overline{CF}_T = 12,821, \quad D_{BPV} = 1,728. \quad (3.34)$$

Досить високе значення коефіцієнту дисперсії обумовлено наявністю в моделі двох перемінних – ставки дисконтування й грошового потоку.

Визначимо довірчий інтервал для показника капіталізації підприємства, який являє собою гауссівську величину з зазначеними характеристиками:

$$f(x) = \frac{1}{\sqrt{2\pi \times D_{BPV}}} \times \exp \left[\frac{-1}{2D_{BPV}} \times (x - m_{BPV})^2 \right] \quad (3.35)$$

$$m_{BPV} = 12,821; \quad D_{BPV} = 1,728.$$

Модель розрахунку довірчого інтервалу має такий вигляд:

$$a < BPV < b; \quad a = m_{BPV} + \sqrt{D_{BPV}} \times u_{0,5\alpha}; \quad b = m_{BPV} - \sqrt{D_{BPV}} \times u_{0,5\alpha} \quad (3.36)$$

де $u_{0,5\alpha}$ квантиль стандартного гауссівського розподілу.

За умов $u_{0,5\alpha} = qnorm\left(\frac{\alpha}{2}, 0, 1\right)$; індекс $u_{0,5\alpha} = -1,96$. Тоді:

$$a = m_{BPV} + \sqrt{D_{BPV}} \times u_{0,5\alpha}; \quad a = 10,24;$$

$$b = m_{BPV} - \sqrt{D_{BPV}} \times u_{0,5\alpha}; b = 15,4.$$

Таким чином, значення ринкової капіталізації суб'єкта господарювання BPV з рівнем ймовірності 95% буде варіювати в інтервалі (10,24; 15,4).

Передумовою реалізації описаних алгоритмів є симетричність зв'язку величин грошових потоків і коефіцієнтів дисконтування. Проте даний принцип слабо відображає вплив динаміки макроекономічних процесів на механізми середньострокового планування сталого розвитку проислового підприємства.

Переходячи до розгляду методологічних аспектів асиметрії даних, слід мати на увазі, що на поточний момент теоретичні постулати закону розподілу функції капіталізації бізнесу в умовах асиметричності цільових показників (зокрема, обсягу фінансових потоків прогнозного періоду) не досліджені, тоді як частка вартості суб'єкту господарювання, сформована нескінченною множиною елементів грошових потоків залишкового періоду, підлягає нормальному розподілу відповідно до закону Гаусса.

Проаналізуємо асиметричний розподіл Сімпсона стосовно грошових потоків і ставок дисконтування, модель якого представлена нижче (3.37). Вказана модель на основі заданих варіацій параметрів a , b , c дозволяє вивчати щільності ймовірностей різного типу асиметрії.

$$f(a, b, c, x) := \begin{cases} f \leftarrow \frac{2}{(b-a) \times (c-a)} \times (x-a) & \text{if } a \leq x \leq b \\ f \leftarrow \frac{-2}{(c-b) \times (c-a)} \times (x-c) & \text{if } b \leq x \leq c \\ f \leftarrow 0 & \text{otherwise} \\ f & \end{cases} \quad (3.37)$$

Графічне відображення алгоритму асиметричного розподілу Сімпсона відносно коефіцієнтів дисконтування і грошових потоків наведено на рис. 3.7.

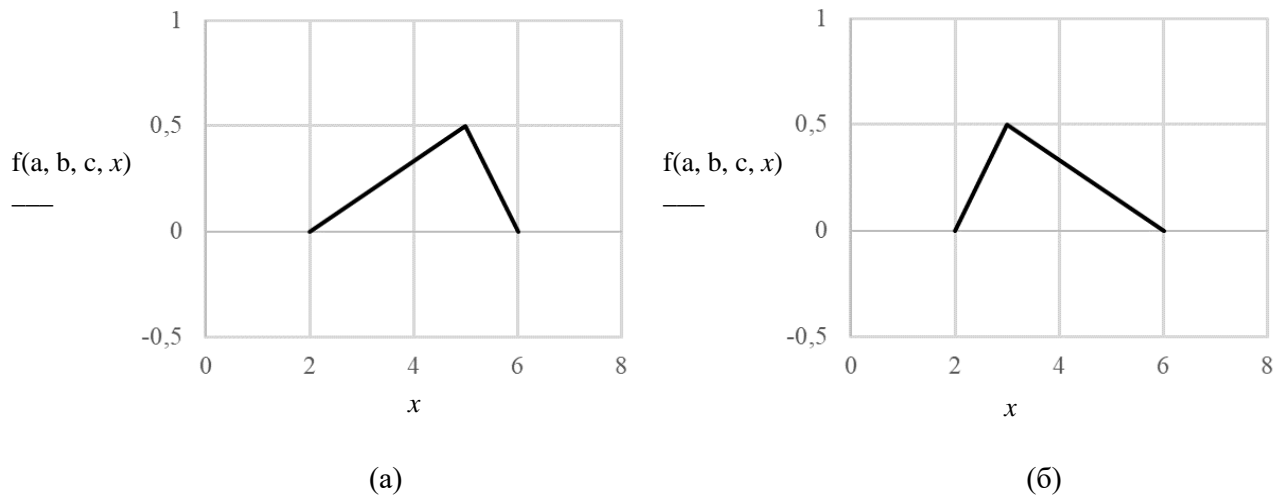


Рис. 3.7. Асиметричний розподіл Сімпсона для грошових потоків (б) і для ставок дисконтування (а)

Джерело: Систематизовано автором за даними [286]

На наступних етапах процесу оцінки ринкової вартості об'єднаного підприємства в умовах асиметричності вихідних даних враховуються змінні щільності ймовірностей показників фінансових потоків і ставок дисконтування.

Нижче представлені підсумкові результати обчислень за вказаною процедурою.

Параметри асиметричного розподілу a , b , c мають такі значення:

- щодо грошових потоків: $a_t = 0,6CF_t$; $b_t = CF_t$; $c_t = 1,2CF_t$;
- щодо коефіцієнтів дисконтування: $a_t = 0,8r_t$; $b_t = r_t$; $c_t = 1,4r_t$.

Довірчий інтервал для нормально розподіленого показника капіталізації господарюючого суб'єкта з величиною $M_{BPV} = 11,257$ та дисперсією $D_{BPV} = 1,087$ із заданим рівнем ймовірності 95% складає (9,214–13,301). Дещо менші значення отриманих параметрів у порівнянні з першим варіантом моделі розрахунку пояснюються саме явищем асиметричності розподілу даних.

Описаний вище алгоритм відрізняється принципово важливими новаціями, які не застосовуються іншими альтернативними методиками:

1. модель забезпечує оптимальні умови проведення аналізу розподілення показників і оцінки довірчих інтервалів параметру вартості бізнесу, що сприяє значному підвищенню ефективності процедур корпоративного стратегічного планування;

2. алгоритм створює методологічну базу техніко-економічного обґрунтування підходів до розробки механізму інтеграційної реструктуризації з урахуванням фактору ймовірності, а також формує прикладний апарат дослідження гранично допустимих значень критеріїв, за допомогою яких оцінюються цільові індикатори стратегій сталого розвитку об'єднаного бізнесу [105, 106, 107].

С точки зору автора дисертаційної роботи, недосконалість методології аналізу динаміки коефіцієнтів дисконтування й показників фінансових потоків є основним фактором перешкоджання високої валідності стохастичних інструментів дослідження рівня капіталізації підприємств. В зв'язку з цим при практичному застосуванні наведених вище моделей рекомендовано у якості ймовірнісних параметрів грошового потоку використовувати дані якісного аналізу емпіричних фінансових показників промислових підприємств. Незважаючи на досить високу трудомісткість подібної процедури з огляду на необхідність обробки великих масивів інформації, вона являє собою один з найефективніших підходів до вирішення проблеми достовірності стохастичних алгоритмів визначення ринкової вартості бізнесу.

На практиці єдиним результативним прийомом дослідження волатильності коефіцієнтів дисконтування виступає метод експертної оцінки ступеня стабільності конкурентних переваг підприємства. Високий рівень конкурентних переваг формує стійке зростання базових маркетингових індикаторів комерційної діяльності підприємства, що обумовлює зниження величини й міри варіативності коефіцієнтів дисконтування, і навпаки.

При цьому слід звернути увагу на наступний взаємозв'язок: у разі тенденції до зменшення ставок дисконтування внаслідок підвищення

економічних показників підприємства, її фінансові потоки розподіляються згідно з логнормальним законом, у протилежному випадку - логнормальному закону розподілення підвладні коефіцієнти дисконтування.

Отже, в процесі розробки стратегії корпоративної інтеграційної реструктуризації аналітичні алгоритми на основі параметрів грошових потоків і ставок дисконтування забезпечують ефективну реалізацію механізму визначення ринкової вартості суб'єктів угод злиття або поглинання. Спираючись на прикладні моделі обґрунтування базового методу оцінки капіталізації, граничного рівня премій за контроль, аналізу доцільності угоди для мажоритарних акціонерів та побудови довірчих інтервалів величин вартості, описані методи дозволяють оптимізувати процедури відбору й комплексного фінансово-економічного аналізу підприємства-мети, а також створити умови й критерії ефективності здійснення інтеграційного утворення суб'єктів господарювання різних організаційно-правових форм, включаючи неpubлічні підприємства.

3.3. Критерії результативності й ефективності злиттів і поглинань

Складність і багатогранність процесів інтеграційної реструктуризації в корпоративному секторі національної економіки вимагає впровадження дієвої системи менеджменту, яка б компенсувала інтереси всіх учасників угод злиття й забезпечувала гармонізацію алгоритмів інтеграції. Невід'ємним атрибутом такої системи виступає комплекс критеріїв, регламентуючих продуктивність і якісні характеристики взаємовідносин бізнесу, держави та суспільства [108].

На рис. 3.8. автором дисертаційної роботи представлена блок-схема побудови й узгодження системи критеріїв та індикаторів корпоративної й суспільної ефективності процедур злиттів і поглинань.



Рис. 3.8. Модель формування й узгодження системи критеріїв та показників корпоративної і суспільної ефективності інтеграційних угод

Джерело: Авторська розробка

Комплексний підхід до вирішення проблеми аналізу результативності угод інтеграційної реструктуризації досягається завдяки методологічній гомогенності та взаємозв'язку основних компонентів вказаної системи.

Поняття методологічної єдності критеріїв ефективності процесів злиття включає:

- застосування уніфікованих правил кількісної оцінки, що забезпечує представлення показників результативності інтеграційного утворення у вигляді фінансово-економічних величин;

– детермінацію критеріїв пріоритетами розвитку суспільства й держави в цілому, що являє собою реалізацію принципу соціальної відповідальності бізнесу.

З точки зору автора, сучасний прикладний науково-методологічний апарат аналізу суспільної ефективності механізму корпоративного об'єднання, включаючи такі поширені інструменти, як рейтингові оцінки, ранжування за ступенем пріоритетності, згортка сукупності фінансово-економічних показників та інші, повною мірою не відповідають наведеним задачам процедури якісної оцінки проведеної інтеграційної реструктуризації [109].

Серед переліку альтернативних підходів до вирішення поставленої проблеми найбільш перспективним є алгоритм вартісного аналізу, який комбінує можливості збереження методологічної однорідності критеріїв корпоративної й суспільної результативності злиття та їх кількісного дослідження. Слід зауважити, що процеси інтеграції дружнього й недружнього типів можуть супроводжуватися різного ступеня протидією з боку топ-менеджменту і акціонерів суб'єктів господарювання, що об'єднуються. Основними рушійними факторами такого явища, як правило, виступають фінансово-економічні чинники.

Нівелювання причин і наслідків опору заходам реструктуризаційних угод часто вимагає використання незапланованих засобів та ресурсів, що може негативно відобразитися на підсумкових показниках ефективності процедур злиття. В зв'язку з цим особливу актуальність набуває комплекс інструментів, націлених на подолання різноманітних форм протидії інтеграційним процесам (Додаток Г). Запропонована система цільових управлінських рішень базується на аналізі типів і видів опору корпоративній реструктуризації, викладених в роботах [110, 111, 112, 113, 114].

Нижче представлений зміст авторських розробок стосовно методології і прикладного апарату оцінки системи критеріїв корпоративної та суспільної ефективності інтеграційних угод.

Раніше зазначалося, що сутність аналізу економічної результативності злиття комерційних підприємств полягає в дослідженні рівня приросту капіталізації поглинаючої компанії відносно показника його базової ринкової вартості з урахуванням витрат на здійснення інтеграції. При цьому позитивне значення індексу чистої вартості поглинання ($NAV > 0$) являє собою загальний індикатор ефективності механізму інтеграційного утворення.

Розглянемо особливості практичної реалізації такого аналізу в рамках діяльності суб'єктів господарювання різних організаційно-правових форм.

Публічні підприємства.

Фундаментальним критерієм ефективності процедури інтеграційної реструктуризації щодо публічних компаній є динаміка ринкової вартості їх фондових паперів, яка визначає основні фінансово-економічні показники комерційної діяльності – величину капіталізації та рівень прибутковості акцій.

Спираючись на алгоритми оцінки ефективності за апріорно прийнятими критеріями щодо окремих видів інтеграційних утворень, викладені у фахових джерелах [115, 116, 117, 118, 119], слід насамперед сформулювати зміст наукової проблеми генерації ключової умови результативності угод реструктуризації по відношенню до публічних суб'єктів господарювання, після чого буде доцільно дослідити різновиди такого критерію щодо прикладних варіантів механізму злиття.

Економічна сутність ключового критерію ефективності корпоративної реструктуризації розкривається наступним чином: в тому випадку, коли величина ринкової капіталізації інтеграційного утворення є більшою за суму окремих показників капіталізацій учасників об'єднання, угода злиття є доцільною:

$$Q_{AB} \times P_{AB} > Q_A \times P_A + Q_B \times P_B, \quad (3.38)$$

де Q – кількість акцій відповідного підприємства;

P – курс акцій.

Наведене твердження є дійсним в умовах належного функціонування фондового ринку і відповідності курсу акцій об'єктивному фінансово-економічному стану компанії. Разом з тим безпосередня реалізація критерію (3.38) вимагає дотримання особливих умов і обмежень:

1. Фінансування угоди злиття за участю публічної компанії здійснюється за рахунок вартості пакету акцій;

2. Емпірична верифікація наслідків інтеграційної процедури не передбачена в зв'язку з необхідністю вжиття заходів щодо запобігання дії сторонніх факторів відносно ринкових характеристик курсу акцій; зважаючи на це на деяких етапах корпоративного об'єднання неминуче існування певних допущень і гіпотез, які можуть бути пов'язані з управлінським ризиком;

3. Динаміка приросту вартості портфелю корпоративних прав являє собою більший пріоритет для акціонерів в порівнянні з розміром дивідендів, проте дане твердження обумовлюється рівнем сумарних прибутків акціонерів та обсягом пакетів акцій які знаходяться в їхньому управлінні; в подібному випадку нівелювати можливий конфлікт інтересів між власниками бізнесу дозволить встановлення вимоги стосовно не зменшення показника сукупних доходів акціонерів;

4. Збільшення ринкової капіталізації інтеграційного утворення (з аналізом на основі визначення коефіцієнту обміну акцій Ларсона і Гонедеса створює передумови щодо зниження або усунення протидії інтеграційним процесам з боку акціонерів суб'єкту поглинання [120].

Нижче наведений методичний підхід застосування методу Ларсона і Гонедеса з використанням коефіцієнту питомого прибутку на одну акцію по відношенню до механізму корпоративного злиття публічних структур.

Уявімо, що в наслідок дружнього поглинання публічним суб'єктом господарювання «А» підприємства «В» була сформована інтеграційна структура підприємств «АВ». На дату укладення інтеграційної угоди підприємства мали задані значення величин чистого прибутку (NP_r),

прибутку на акцію (EPS) й коефіцієнту привабливості (P/E). При цьому з урахуванням емерджентності та синергетичного ефекту злиття базові параметри інтеграційного утворення будуть мати такий вигляд:

$$\left. \begin{aligned} NPr_{AB} &= NPr_A + NPr_B + E_{EC\Phi} \\ E_{EC\Phi} &= E_{EC} - E_{OY} \\ Q_{AB} &= Q_A + Q_B \\ EPS_{AB} &= (NPr_A + NPr_B + E_{EM}) / (Q_A + k_{B/A} \times Q_B) \\ (P/E)_{AB} &= P_{AB} / NPr_{AB}, \end{aligned} \right\} \quad (3.39)$$

де $k_{B/A}$ – коефіцієнт обміну акцій підприємства «А» на акції підприємства «В»;

$E_{EC\Phi}$ – ефекти синергії й емерджентності від інтеграції з підприємством «В», яка має низький якісний рівень системи менеджменту;

E_{EC} – ефекти синергії й емерджентності від інтеграції з підприємством «В», яка має оптимальний рівень системи менеджменту;

E_{OY} – ефект оптимізації системи менеджменту підприємством «В» при підготовці до злиття.

E_{EM} – ефект оптимізації системи маркетингу підприємством «В».

Базовими інструментами процесу оптимізації системи управління господарюючого суб'єкту, основними результатами якого має бути збільшення фінансових потоків, обсягу прибутку й ринкового курсу акцій, виступають внутрішні резерви забезпечення фінансово-економічного зростання компанії: скорочення виробничо-господарських витрат, вдосконалення логістичних ланцюгів, елементів комплексу маркетингу тощо.

Спираючись на представлену вище систему розрахунків параметрів об'єднаної корпоративної структури (3.39), можна зробити наступний висновок:

$$P_{AB} = (P/E_{AB}) \times (NPr_A + NPr_B + E_{EC\Phi}) / (Q_A + k_{B/A} \times Q_B). \quad (3.40)$$

Дотримання умови $P_{AB} > P_A$ гарантує позитивне фінансове сальдо для акціонерів підприємства «А» після завершення процедури злиття:

$$NPr_{AB} \times (P / E)_{AB} > P_A \times (Q_A + k_{B/A} \times Q_B). \quad (3.41)$$

або:

$$NPr_{AB} \times (P / E)_{AB} - P_A \times Q_A > P_A \times k_{B/A} \times Q_B. \quad (3.42)$$

При цьому додаткова капіталізація може бути отримана акціонерами підприємства «А» у випадку:

$$k_{B/A} < \{NPr_{AB} \times (P / E)_{AB} - P_A \times Q_A\} / P_A \times k_{B/A} \times Q_B. \quad (3.43)$$

Виконання умови $P_{AB} > P_B / k_{B/A}$ забезпечує позитивне фінансове сальдо для акціонерів підприємства «В»:

$$(P / E)_{AB} \times NPr_{AB} / (Q_A + k_{B/A} \times Q_B) > P_B / k_{B/A}. \quad (3.44)$$

На підставі 3.41 маємо:

$$k_{B/A} > P_B \times Q_A / (Q_A \times P_{AB} - P_B \times Q_B). \quad (3.45)$$

Прийняття управлінського рішення стосовно порядку отримання акцій з метою фінансування угоди злиття та прогнозна оцінка ринкового курсу портфелю корпоративних прав інтеграційного утворення за допомогою формули (3.38) з урахуванням синергетичного ефекту й нівелювання дії сторонніх факторів створює умови для визначення інтервалу величин коефіцієнта обміну (формули 3.43-3.45). Остаточне значення даного показника, яке закріплено в інтеграційній угоді, встановлюється шляхом проведення перемовин.

Описаний алгоритм рекомендується застосовувати у разі оплати вартості акцій підприємства-мети в грошовій формі. В даному випадку в інтервалі числових параметрів кореляції показників повної прибутковості акцій (в тому числі значення приросту ринкової ціни акцій і дивіденди) інтеграційної структури підприємств та прибутковості альтернативного бізнесу доцільно використовувати у якості регулятора коефіцієнт обміну.

Необхідно звернути увагу на те, що значення даного коефіцієнту має тяжіти до мінімальної розрахункової величини згідно з (3.43), якщо прогнозний показник прибутковості інтеграційного утворення виявиться меншим за його середньоринковий рівень. При інших обставинах слід приймати до аналізу максимальне відповідно до (3.44) значення коефіцієнту обміну.

Величина приросту чистого прибутку в угодах поглинання непублічним суб'єктом господарювання публічної компанії визначається наступним чином:

$$\Delta NPr_{AB} = NPr_B + \Delta E_{C\Phi}. \quad (3.46)$$

де NPr_B – чистий прибуток публічної підприємства-мети;

$\Delta E_{C\Phi}$ – чистий прибуток, сформований синергетичним ефектом.

Збільшення показника чистого прибутку обумовлює зростання ринкової ціни акцій і коефіцієнта привабливості підприємства, в результаті чого має місце взаємозв'язок:

$$P_{AB} = P_A \times [1 + (\Delta NPr_B + \Delta E_{C\Phi}) / NPr_A]. \quad (3.47)$$

У разі фінансування процедури інтеграції за рахунок грошових коштів або шляхом купівлі акцій без використання інструменту емісії величина приросту капіталізації компанії визначається як:

$$\Delta C = P_A \times Q_A \times (NPr_B + \Delta E_{C\Phi}) / NPr_A. \quad (3.48)$$

Показник ΔC охоплює вартість придбаного бізнесу, фінансово-економічний результат покупця, а також характеризує максимальну вартість підприємства «B», якщо воно продовжує своє функціонування в автономному статусі.

Отже, при абстрагуванні від ефекту недооціненості вартості активів підприємства ціна угоди інтеграційної реструктуризації розраховується наступним чином:

$$P_A \times Q_A \times (NPr_B + E_{C\Phi}) / NPr_A > Ц > PBV_B. \quad (3.49)$$

2. Непублічні підприємства.

З урахуванням наведених вище положень і позначень величина ринкової вартості непублічного господарюючого суб'єкту після завершення інтеграційного процесу визначається за формулою:

$$BPV_{AB} = BPV_A(t) + BPV_{B\Phi}(t) + \Delta BPV_{OY}(t) + \Delta BPV_{EC}(t) - E. \quad (3.50)$$

де $BPV_A(t)$ і $BPV_{B\Phi}(t)$ – вартість підприємств до моменту здійснення інтеграційної угоди;

$\Delta BPV_{BOY}(t)$ – приріст вартості підприємства-мети через ефект оптимізації її системи менеджменту внаслідок інтеграції;

$\Delta BPV_{EC}(t)$ – приріст вартості об'єднаного суб'єкту господарювання за рахунок синергетичного ефекту й емерджентності;

E – розмір виплаченої власникам підприємства-мети премії.

Сутність заходів щодо забезпечення ефективності механізму інтеграційної реструктуризації промислових підприємств різних організаційно-правових форм полягає в системному управлінні чинниками, які визначають тенденцію й динаміку індексів фінансових потоків і ризиків та формують рівень ринкової капіталізації інтегрованого суб'єкту господарювання [88].

В зв'язку з цим нижче будуть розглянуті ключові аспекти прикладної оцінки компонентів формули (3.50).

1. Методологія аналізу параметрів корпоративних грошових потоків і бізнес-ризиків, а також вартості підприємств «А» і «В» базується на традиційних алгоритмах оцінки доходності.

2. Сукупність фінансових потоків інтеграційного утворення доцільно представити як суму грошових потоків суб'єктів реструктуризації і грошового потоку, обумовленого синергетичним ефектом й емерджентністю угоди злиття:

$$CF_{AB}(t) = CF_A(t) + CF_B(t) + CF_G(t). \quad (3.51)$$

При цьому:

$$CF_G(t) = CF_{G\Phi}(t) + CF_{GOY}(t). \quad (3.52)$$

де $CF_{G\Phi}(t)$ та $CF_{GOY}(t)$ – показники фінансових потоків, які сформовані відповідно господарською діяльністю підприємств до моменту здійснення інтеграції та результатами проведеної оптимізації системи менеджменту підприємства «В» (також в умовах «статуса-кво»).

Здобутки синергетичного ефекту й емерджентності (E_{EC}) розподіляються між контрагентами процесу корпоративної реструктуризації наступним чином: підприємство-поглинач отримує фінансовий вираз додаткового приросту вартості (NAV), тоді як власникам підприємства-мети належить сума премії (P).

3. Якість реалізації програми заходів щодо оптимізації системи менеджменту цільового суб'єкту господарювання до моменту або в ході здійснення механізму злиття знаходить своє відображення в показнику капіталізації додатково сформованих фінансових потоків:

$$E_{BOY} = CF_{GOY}(t) \times (1 + g) / (r - g), \quad (3.53)$$

де g – темп приросту фінансового потоку, обумовлений ефектом оптимізації управлінської системи бізнесу

4. Синергетичний ефект і емерджентність, які є наслідком інтеграційної реструктуризації непублічних підприємств, проявляються у вигляді капіталізації додаткових фінансових потоків:

$$E_{EC} = CF_G(t) \cdot (1 + g) / (r - g). \quad (3.54)$$

Слід зазначити, що методологічною основою процедури розподілу ефекту синергії між учасниками корпоративного злиття й визначення розміру

премії за контрольний пакет (E) виступає алгоритм дослідження ресурсів синергії й оцінки структури капіталу підприємства-поглинача. При цьому фінансово-економічні параметри цільової структури підприємств є ключовими з точки зору аналізу потенціалу синергії інтеграції.

5. У роботі [52] розраховують синергетичний ефект як зменшення ринкової капіталізації інтеграційного утворення на суму ціни підприємства « B » та вартості активів підприємства « A » за станом на момент можливої купівлі контрольного пакету акцій підприємства-мети конкурентом. Такий підхід виглядає об'єктивним з огляду на те, що придбання конкуруючим підприємством « C » підприємства « B » призведе до зниження конкурентного статусу і, відповідно, ринкової вартості підприємства-поглинача « A ». Наведені обставини обумовлюють явище динамічної зміни капіталізації суб'єкту господарювання, що відображається в сутності формули (3.50).

Стосовно до процесу реструктуризації невеликих відносно місткості цільового ринку непублічних компанії поглинання конкурентом підприємства « B » з високою долею вірогідності не вплине на маркетинговий статус підприємства « A », що обумовлює тотожність $CF_A(t) = CF_A$. При цьому до елементів синергетичного ефекту в широкому його розумінні необхідно віднести всі випадки трансформацій фінансового потоку з урахуванням витрат на здійснення інтеграції.

6. З метою забезпечення коректної оцінки синергетичного ефекту злиття І. Ансофф рекомендує [35] аналіз наступних чинників:

- приріст показника прибутку;
- зменшення обсягу інвестицій;
- зменшення валових витрат за умов сталого показника доходу;
- поєднання вищевказаних змінних.

З погляду на необхідність досягнення зростання ринкової капіталізації компанії, що являє собою ключовий критерій методології дослідження ефективності механізму інтеграційної реструктуризації, автор пропонує

альтернативний варіант класифікації параметрів ефектів синергії й емерджентності, базовими елементами яких виступають:

- збільшення обсягу продажу основоположного виду продукції в товарному портфелі підприємства;
- розробка і впровадження на ринок інноваційної продукції та модернізація поточного товарного асортиментного ряду з метою підвищення його конкурентоспроможності, що створює передумови для зростання валового показника обсягу продажу в середньо-і довгостроковій перспективі;
- скорочення валових витрат на виробництво й комерційну діяльність;
- зменшення показника обсягу інвестицій на одиницю зниження валових витрат або зростання обсягу продажу продукції.

При цьому слід акцентувати увагу на те, що показники зменшення комерційного ризику і приросту прибутку інтеграційної структури підприємств необхідно розглядати у якості саме здобутків синергетичного ефекту, а не його чинників.

7. Ступінь комерційного ризику інтегрованого господарюючого суб'єкту обумовлений ефективністю реалізації процедури злиття та сукупністю фактичних параметрів ризику її учасників, існуючих на момент укладання інтеграційної угоди.

До основних факторів, які регулюють міру фінансово-економічного ризику, відносять:

- диверсифікація ринків виробничої й комерційної діяльності;
- формування ринкового ефекту масштабу інтегрованого утворення;
- диверсифікація клієнтського портфеля;
- зниження рівня операційного левериджу;
- оптимізація умов надання позикового капіталу.

З точки зору прикладної методології оцінки ризику синергетичний ефект доцільно виразити у вигляді показника приросту грошового потоку $CF_G(t)$. В зв'язку з цим функція дослідження ризику інтегрованого підприємства може бути представлена наступним чином:

$$\rho_{AB} = \Psi(\rho_A, \rho_B, CF_G(t)). \quad (3.55)$$

В момент укладання угоди злиття динаміка ступеня ризику інтеграції стосовно підприємства-поглинача розраховується за формулою:

$$\rho_{AB1} = \rho_A + f(\rho_A, \rho_B). \quad (3.56)$$

Ступінь ризику інтеграції з урахуванням адитивності показника ρ_{AB1} може бути визначена як сума середньозважених (за базовим параметром (U) величин заявленої номенклатури комерційних ризиків суб'єктів реструктуризації:

$$\rho_{AB1} = \sum \rho_{A1} \times U_A + \rho_{B1} \times U_B) / (U_A + U_B). \quad (3.57)$$

Слід зауважити, що специфіка цільового ринку функціонування інтеграційного утворення обумовлює характер індикативного показника оцінки ризику його фінансово-економічної діяльності. У світовій практиці ризик-менеджменту процедур злиття або поглинання найбільше поширення набули індекси балансової вартості активів та ринкової капіталізації бізнесів за станом до моменту корпоративного об'єднання.

8. Аналіз інвестиційної ефективності процесу інтеграційної реструктуризації доцільно здійснювати на основі наступної формули:

$$\xi = NAV / [P_B + PV(E)], \quad (3.58)$$

де $PV(E)$ – капіталізація витрат, пов'язаних із здійсненням механізму злиття.

В знаменнику виразу (3.58) представлена вся сукупність капіталізованих видатків підприємства-поглинача «А». Необхідно зазначити, що в контексті вказаної формули аналітичний критерій ефективності інтеграційного утворення буде являти собою умову $\xi > WACC$ для покупця.

9.3 метою деталізації алгоритму побудови системи менеджменту продуктивністю об'єднаної корпоративної структури розглянемо приклад. Перш за все визначимо сутність таких величин показника вартості компанії, як ідеальна (індекс 0), розрахункова (індекс 1) й фактична на момент t (індекс 2). Індекс $BPV_{A0}(t)$ ідеального рівня капіталізації суб'єкта господарювання «А» в t -му році характеризується ступенем адекватності до поточної кон'юнктури цільового ринкового середовища й ідеальною з точки зору економічних ресурсів ринковою стратегією компанії. Індeksi $BPV_{A1}(t)$ та $BPV_{A2}(t)$ являють собою оцінку відповідно розрахункової й фактичної величини вартості підприємства «А» в t -му році в дійсних ринкових умовах та при запланованому й фактичному рівнях впровадження комплексу управлінських дій щодо сталого розвитку бізнесу [121].

До переліку відомих відхилень та похибок алгоритму визначення вартості інтеграційного утворення входять:

1. Помилка в оцінці ефективності угоди злиття $\Delta NAV_{1/2} = NAV_1 - NAV_2$, яка обумовлена некоректним аналізом капіталізації реструктуризованих підприємств, а також відхиленнями фактичних показників фінансових потоків і комерційних ризиків від розрахункових, що перевищують заплановані параметри ($\Delta NAV_{1/2} \neq 0$);

2. Втрата частки синергетичного ефекту $\Delta NAV_{0/2} = NAV_0 - NAV_2$ внаслідок недоліків менеджменту інтеграційного процесу ($\Delta NAV_{0/2} \leq 0$);

3. Відхилення запланованої величини синергетичного ефекту від ідеального показника $\Delta NAV_{0/1} = NAV_0 - NAV_1$, викликане похибками розрахунків кількісних параметрів фінансових потоків і ризиків в умовах погано прогнозованої ринкової кон'юнктури:

$$\Delta NAV_{0/1} = \Delta NAV_{1/2} + \Delta NAV_{0/2}. \quad (3.59)$$

В даному випадку ідеальна величина синергетичного ефекту інтеграційного утворення визначається наступним чином:

$$NAV_0 = NAV_1 + \Delta NAV_{1/2} + \Delta NAV_{0/2}. \quad (3.60)$$

Формула (3.58) дозволяє здійснювати аналіз синергетичного ефекту злиття за допомогою довірчих інтервалів при умові $\Delta NAV_{0/1} \ll 0$. В зв'язку з цим слід зазначити, що найбільшу методологічну складність процедури їх оцінки являє собою розробка прикладного інструментарію дослідження відхилень. У фаховому середовищі перспективним підходом до вирішення такої задачі вважається метод WOFC.

Сутність створеного Стенлі Ф. Рідом алгоритму WOFC [453] полягає в експертній оцінці множини факторів відповідності підприємства-мети інтеграційній стратегії покупця, які можна класифікувати за двома напрямками:

- група чинників якісного аналізу структурних елементів внутрішнього середовища підприємства на момент інтеграції (оцінка стану систем управління маркетингом, основним виробництвом, фінансами, зовнішньо-економічною діяльністю, персоналом, ін.) та планування параметрів синергетичного ефекту;

- група чинників визначення стратегічних показників корпоративного злиття (індикативні величини частки ринку, обсягу продажів, чистого прибутку, ін.).

Паралельно об'єктом застосування методології WOFC виступають фактори забезпечення синергетичного ефекту інтеграційної угоди для різних варіантів реалізації ринкової стратегії розвитку бізнесу. Дані чинники групуються наступним чином:

- фактори-компенсатори, функція яких полягає в зменшенні ступеня прояву слабких сторін інтеграційної структури підприємств;

- фактори-підсилювачі, роль котрих зосереджена на зміцненні конкурентних переваг бізнесу.

Стохастичні інструменти аналізу капіталізації дозволяють значно посилити міру валідності показників ефективності інтеграційного утворення,

чий граничні імовірнісні значення задаються функціями розподілу фінансових потоків і комерційного ризику. Для цього система індикаторів продуктивності реструктуризованого суб'єкту господарювання, крім власне вартісних індексів, має охоплювати в тому числі і показники якості організації інтеграційного процесу, які виступають факторами формування ефективності угоди злиття й виражені у вигляді експертних оціночних параметрів.

Система індикаторів результативності інтеграційної структури підприємств диференціюється за об'єктами аналізу, стадіями процедури оцінки та повинна мати наступні якості:

- адекватність характеру явища, що аналізується, та мети дослідження;
- достовірність відображення сутності процесу з урахуванням його варіативних змін;
- мінімізація рівня похибки кількісної оцінки параметра об'єкту, планування довірчого інтервалу для значення вимірюваного показника;
- раціональність і змістовність застосовуваних в аналізі показників;
- гнучкість в регулюванні та адаптації базових компонентів системи до вирішення прикладних задач дослідження [92, 122].

Базовим критерієм продуктивності процесу інтеграційної реструктуризації виступає синергетичний ефект в широкому його сенсі. Нижче наведений перелік чинників та обставин, які обумовлюють ступінь оптимальності функціонування розробленої системи показників контролю якості імплементації процедури поглинання.

1. Збереження контрактних комерційних взаємовідносин зі споживачами та недопущення скорочення обсягів продажу продукції являє собою основну умову реалізації механізму корпоративного об'єднання.

2. В процесі опрацювання положень інтеграційної угоди найбільш інформаційно значимими є наступні індикатори:

- капіталізація суб'єктів злиття;
- запланований рівень синергетичного ефекту;

- математичне очікування й дисперсія ринкової вартості бізнесу-поглинача, підприємства-мети та інтеграційного утворення;
- кореляція ціни й рівня капіталізації підприємства-мети.

При цьому переоцінка показника синергетичного ефекту та зниження витратів на здійснення злиття призводять до утворення завищеної ціни продажу цільової компанії, що може звести нанівець інвестиційну привабливість проекту об'єднання.

3. Одним з факторів формування синергетичного ефекту й капіталізації інтегрованої корпоративної структури виступає аналіз динаміки ринкових параметрів. Слід зазначити, що некоректна оцінка ринкового середовища тягне за собою виникнення похибок в розрахунках коефіцієнту приросту валового доходу інтеграційної структури підприємств в залишковому періоді (g) та величини синергетичного ефекту в цілому, в зв'язку з чим рекомендується у якості індикатору цільового рівня зростання реструктуризованого бізнесу визначити показник середньозважених за обсягом валового доходу темпів росту суб'єктів інтеграційного процесу.

4. Важлива роль в підвищенні ефективності механізму злиття належить кваліфікації й особистим якостям осіб, які повноважні приймати участь у переговорному процесі щодо опрацювання умов корпоративного об'єднання. Ступінь дії зовнішніх неконтрольованих факторів на процедуру підготовки угоди досліджується за допомогою метода експертних оцінок.

Необхідно підкреслити, що сутність аналізу ефективності інтеграційного утворення складає оцінка фінансово-економічних параметрів синергії й емерджентності, а також стратегічних переваг від оптимізації системи менеджменту підприємства, що поглинається.

5. Одним з найбільш значущих результатів корпоративного злиття виступають кількісні та якісні характеристики ефекту масштабу. Коефіцієнт приросту обсягу продажів підприємства-мети $k_M = S_{AB} / (S_A + S_B)$ являє собою базовий кількісний індикатор ефекту масштабу, тоді як його якісним проявом є зростання основних фінансово-економічних показників розвитку бізнесу.

Серед інструментів дослідження ефекту масштабу окремо відзначають процедуру оцінки постійних витрат [1], використання якої пов'язано з врахуванням особливостей аналізу динаміки витрат інвестиційного типу.

Нижче наведена класифікація ефектів інтеграційної реструктуризації, обумовлених коливаннями показників обсягу продажу й інвестиційних витрат:

1. Ефект зниження виробничих витрат у проектах горизонтальних корпоративних злиттів.

Методологічною базою ефекту виступають наступні чинники:

– підвищення продуктивності праці персоналу інтеграційної структури підприємств;

– застосування в виробничих процесах високопродуктивного технологічного обладнання;

– скорочення операційних видатків завдяки оптимізації логістичних процедур та закупівлі великих партій матеріально-сировинних ресурсів;

2. Ефект безвідходності виробництва, що має місце при реалізації угод вертикальної інтеграції;

3. Ефект масштабу ринкової діяльності, який є наслідком корпоративної синергії.

Генеруючими факторами ефекту виступають:

– впровадження прогресивних виробничих бізнес-процесів і управлінських моделей;

– оптимізація всіх видів витрат;

– поліпшення умов надання позикового капіталу;

– сприятлива кон'юнктура цільового товарного ринку тощо.

4. Природа вказаних ефектів основана на прояві синергії механізму злиття й відповідному прирості обсягу виробництва та продажу товарної продукції. Як раніше зазначалося, спрямованість тренду показника довгострокових виробничих витрат обумовлює якісні параметри ефекту

масштабу інтеграційної процедури. Розглянемо практичну ілюстрацію, де будуть використані наступні величини:

– AVC , AFC , ATC – відповідно змінні, постійні та загальні витрати з розрахунку на 1 грошову одиницю валового доходу суб'єктів інтеграційної реструктуризації, при цьому: $AVC = VC / S$, $AFC = FC / S$, $ATC = TC / S$;

– ΔAVC , ΔAFC , ΔATC – варіювання змінних, постійних та загальних витрат завдяки ефекту масштабу, при цьому $\Delta ATC = \Delta AFC + \Delta AVC$;

– S – валовий дохід інтегрованих підприємств;

– ΔS_C – величина приросту валового доходу, яка сформована синергетичним ефектом злиття в широкому його сенсі, при цьому $S_{AB} = S_A + S_B + \Delta S_C$.

Виразимо показник ефекту масштабу через суму значень приросту чистого прибутку реструктуризованого підприємства ΔNPr_{M1} та ΔNPr_{M2} . Параметр ΔNPr_{M1} являє собою приріст чистого прибутку підприємства-поглинача як результат скорочення загальних витрат інтегрованого бізнесу та має такий вигляд:

$$\Delta NPr_{M1} = [\Delta ATC_A \times S_A + \Delta ATC_B \times S_B](1 - \tau). \quad (3.61)$$

З метою забезпечення оцінки динаміки зменшення питомих змінних і постійних витрат рекомендується застосовувати криві навчання і стажу, які описуються за допомогою наступної функції:

$$\Delta ATC(t, \Delta Q) / ATC_0 = e^{-(at + \Delta Q/Q)}. \quad (3.62)$$

Крива навчання дозволяє здійснювати аналіз кореляції величин витрат та обсягу виробництва продукції (рис. 3.9).

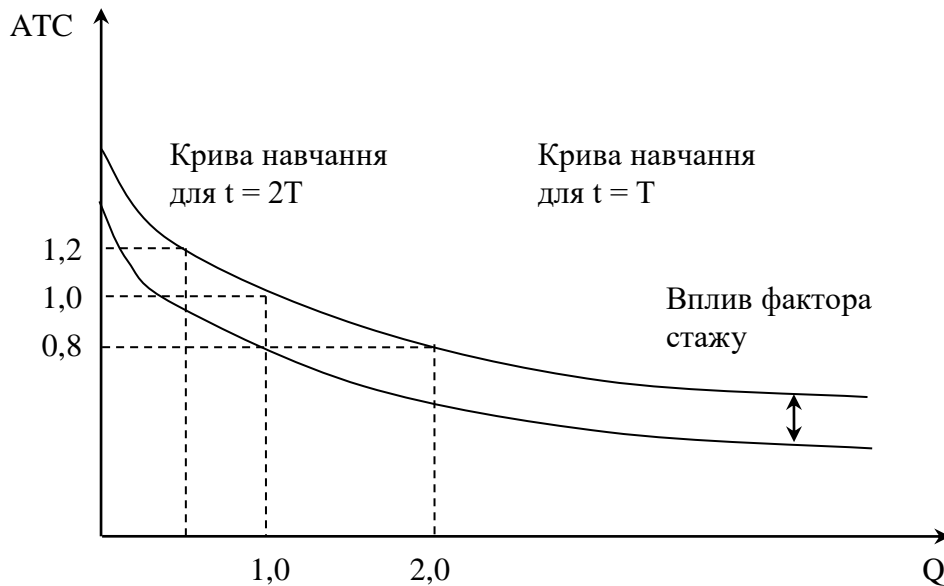


Рис. 3.9. Вплив ефекту масштабу на витрати підприємства

Джерело: Систематизовано автором

На представленому графіку двократне зростання обсягу виробництва (інтервал 1,0 – 2,0) обумовлює зменшення показнику загальних витрат на 20% (інтервал 1,0 – 0,8). Крім того до скорочення витрат призводить збільшення величини фактора стажу або періоду виробництва продукції. При цьому слід мати на увазі, що якість оцінки тісноти кореляції досліджуваних параметрів залежить від ступеня повноти врахування елементів всіх видів витрат. Показник ΔNPr_{M2} відображає приріст чистого прибутку підприємства-поглинача через збільшення обсягів товарного виробництва:

$$\Delta NPr_{M2} = NPr_B + \Delta S_C \times (1 - \tau) \times \{1 - [(TC_A - \Delta TC_A) \times S_A + (TC_B - \Delta TC_B) \times S_B] / (S_A + S_B)\}. \quad (3.63)$$

Синергетичний ефект у вигляді приросту чистого прибутку внаслідок оптимізації процесів інновацій, реалізації ноу-хау та досягнень НДДКР реструктуризованого суб'єкту господарювання розраховується наступним чином:

$$\Delta NPr_{iH} = \Delta NPr_{iH1} + \Delta NPr_{iH2}, \quad (3.64)$$

де $\Delta NPr_{iH1} = \Delta NPr_{iH1}(\Delta S_{iH1}) + \Delta NPr_{iH1}(\Delta TC)$ – приріст чистого прибутку в результаті збільшення обсягу технологічних і продуктових інновацій інтегрованого бізнесу;

$\Delta NPr_{iH2} = \Delta NPr_{iH2}(\Delta S_{iH}) + \Delta NPr_{iH2}(\Delta TC)$ – приріст чистого прибутку через форсування темпів впровадження технологічних і продуктових інновацій інтеграційної структури підприємств.

Отже, наведені параметри ΔNPr_{iH1} та ΔNPr_{iH2} характеризують інноваційні складові підвищення обсягу чистого прибутку підприємства після завершення процедури злиття.

Збільшення ефективності використання виробничих потужностей інтеграційного утворення розраховується за формулою:

$$(\Delta A = A \times \Delta T / T), \quad (3.65)$$

де A – балансова вартість виробничих активів, ефективність експлуатації яких планується підвищити в процесі інтеграції;

ΔT – величина приросту корисного часу експлуатації технологічного обладнання впродовж року, години;

T – загальний час експлуатації технологічного обладнання за умови зростання ефективності його використання.

Ідеальний фінансово-економічний результат підвищення ефективності експлуатації виробничих потужностей через реалізацію механізму злиття виражається умовною величиною кредитних коштів, необхідних для придбання додаткового обладнання. При цьому показник приросту чистого прибутку від вивільнення активів визначається таким чином:

$$\Delta NPr_{зав} = \Delta A \times [r \times (1 - \tau) + \tau_{iM}]. \quad (3.66)$$

де r – кредитна ставка;

τ_{iM} – ставка оподаткування майна.

Вертикально інтегрованому бізнесу властивий синергетичний ефект оптимізації матеріально-технічного забезпечення, який проявляється в зниженні сумарних витрат на планове постачання ресурсів всіх видів та підвищенні загального якісного рівня системи менеджменту корпоративних закупівель.

Синергетичний ефект корпоративного злиття у вигляді оптимізації елементів комплексу оперативного і стратегічного маркетингу забезпечує скорочення витрат на здійснення заходів щодо стимулювання збуту і просування продукції реструктуризованого суб'єкту господарювання. В зв'язку з цим приріст чистого прибутку підприємства внаслідок зниження маркетингових витрат (ΔM) розраховується за формулою:

$$\Delta NPr_{загр} = \Delta M \times [r \times (1 - \tau) + \tau_{iM}]. \quad (3.67)$$

Підводячи підсумок викладеному матеріалу слід зазначити, що описаний комплексний підхід до методологічного й апаратного забезпечення розробки критеріїв та індикаторів ефективності інтеграційних корпоративних процесів охоплює базисні фінансово-економічні аспекти комерційної діяльності суб'єктів процедури злиття. Створена на основі таких критеріїв модель менеджменту результативністю інтеграційної структури підприємств дозволяє всебічно контролювати й регулювати якість реалізованих алгоритмів механізму поглинання з метою досягнення поставлених перед бізнесом стратегічних завдань сталого розвитку.

3.4. Інвестиційна і вартісна привабливість інтеграційної реструктуризації підприємств

В системі управлінських рішень щодо планування масштабу синергетичного ефекту й оцінки оптимальної величини і структури

виробничих витрат інтегрованого господарюючого суб'єкту ключова роль належить аналізу показника середньозваженої вартості капіталу, фінансово-економічна сутність якого полягає в відображенні мінімального значення прибутковості інвестованого капіталу. Величина середньозваженої вартості капіталу (*WACC*) визначається за формулою [123]:

$$WACC = \sum_{j=1}^n K_j \times dj, \quad (3.68)$$

де K_j – вартість j -го джерела фінансових ресурсів;

dj – питома вага j -го джерела фінансових ресурсів у їх загальній сумі.

При дослідженні ефективності інтеграційної реструктуризації параметр *WACC* являє собою коефіцієнт дисконтування в алгоритмах оцінки поточної капіталізації бізнесу та виступає у якості критерія економічної доцільності корпоративного злиття при зіставленні його з показником внутрішньої норми рентабельності інвестицій (*IRR*).

В процесі підготовки до злиття або поглинання з метою проведення аналізу інвестиційної привабливості цільової компанії рекомендується використовувати коефіцієнт співвідношення ціни і прибутковості [420], що характеризує міру кореляції між ціною акції та розміром дивіденду за нею.

В таблиці 3.5 наведений перелік ринкових мультиплікаторів, які набули широкого застосування в міжнародній фаховій спільноті для дослідження рівня інвестиційної привабливості суб'єкта господарювання і майбутньої інтеграційної структури.

Серед наведених мультиплікаторів коефіцієнт *P/E* отримав найбільше поширення. На етапі опрацювання положень угоди злиття, згідно з моделлю Ларсона і Гонедеса [120], базовими індикаторами виступають коефіцієнт прибутку на одну акцію (*EPS*) та коефіцієнт обміну акціями (*ER*):

$$EPS = \frac{ЧД_1 + ЧД_2}{КА_2 + КА_1 \cdot ER}, \quad (3.69)$$

де $ЧД_1, ЧД_2$ – чистий дохід відповідно підприємств 1 і 2;

$КА_1, КА_2$ – кількість акцій відповідно підприємств 1 і 2.

Ринкові мультиплікатори, які використовуються в аналізі інвестиційної привабливості підприємства

Показник	Специфіка показника
Для підприємств з низьким темпом зростання	
P/N_{II}	Оцінює підприємство з продажу. Погано, якщо прибутковість оцінюваного підприємства істотно відрізняється від прибутковості аналога. Однак інші показники можуть бути незастосовні для збиткових підприємств
$P/\text{Валовий прибуток (operating margin)}$	Оцінює підприємство по прибутковості її основних операцій. Як правило, використовується, коли немає даних для розрахунку. (Амортизація не завжди розкривається окремим рядком у звітності)
$P/EBITDA$	Ключовий з показників прибутковості. Дає оцінку, очищену від впливу різниці в бухгалтерській амортизації і відсотків за кредитом оцінюваного підприємства і аналога
$P/EBIT$	Оцінка з урахуванням амортизації, однак без врахування впливу відсотків за кредитами і податку на прибуток. Краще, ніж P/E , якщо з якоїсь причини потрібно абстрагуватися від впливу оподаткування (наприклад, підприємство-аналог сплатило одноразові пені і штрафи з чистого прибутку, які в майбутньому не прогножуються)
P/E	Порівнює підприємства за чистим прибутком. Часто буває непридатний через збитки або аналога, або оцінюваного підприємства (застосовується, коли E обох підприємств позитивний). Не враховує відмінностей у здійснюваних капіталовкладеннях між оцінюваним підприємством і аналогом
P/CF	Дає коригування на різницю в інвестиціях, яку не дає P/E , доцільність цього – залежно від контексту. Оцінка за реальним грошовим потоком, таким чином нівелюється вплив особливостей бухобліку (при використанні заданого методу амортизації тощо), але враховується вплив руху запасів тощо
Для швидкозростаючих підприємств	
$P/S/g$	Вводить поправку на різні очікувані темпи зростання між оцінюваним підприємством і аналогом

Примітка. Перелік індексів:

P – ринкова капіталізація підприємства;

N_{II} – Виручка продукції підприємства;

$EBITDA$ – прибуток до амортизаційних відрахувань, сплати податків та, відсотків за користування капіталом;

$EBIT$ – прибуток до сплати податків та відсотків;

E – чистий прибуток.

Джерело: Систематизовано автором за даними [124, 125, 126, 127]

$$ER = \frac{PPS_2^*}{PPS_1}, \quad (3.70)$$

де PPS_1 – базова ціна однієї акції;

PPS_2^* – ціна за акцію, запропонована підприємством-поглиначем.

Наведена вище система показників оцінки ефективності менеджменту господарюючого суб'єкту призначена для застосування на етапі обґрунтування фінансово-економічної доцільності угоди корпоративної реструктуризації. На рис. 3.10. представлена блок-схема індикаторів фінансового планування, які мають стратегічне значення в процесі безпосередньої реалізації механізму інтеграції.

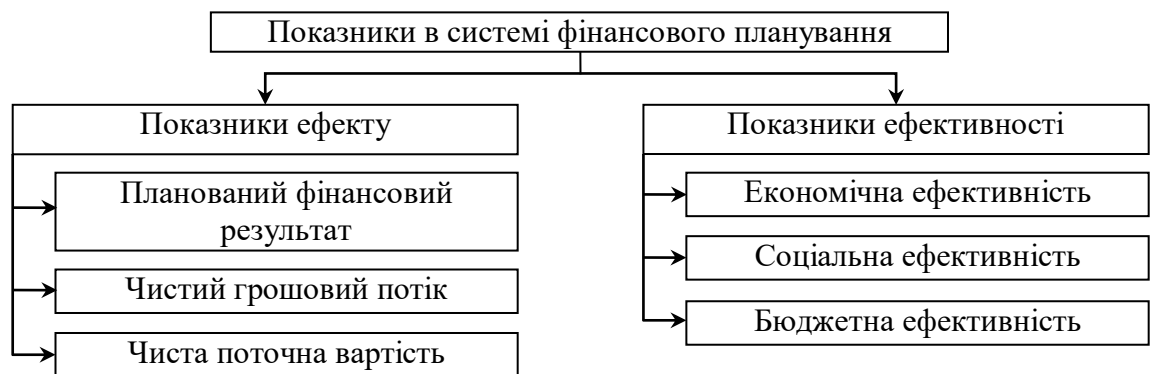


Рис. 3.10. Основні групи показників у системі фінансового планування

Джерело: Систематизовано автором за даними [113, 124]

З точки зору автора дисертаційної роботи, при вирішенні задачі моделювання ефективності інтеграційного утворення ключовим параметром виступає цільова величина приросту обсягу продажів (SGR) [92], яка розраховується наступним чином:

$$SGR = \frac{(BK + BK_1 - D) \times (1 + K_{\Phi A}) \times 1_A / N_{\Pi}^0}{1 - \rho_{PP} \times (1 + K_{\Phi A}) \times 1_A}, \quad (3.71)$$

де BK – розмір власного капіталу підприємства в попередньому звітному році;

BK_1 – планова величина власного залученого капіталу підприємства в майбутньому році;

D – річний обсяг дивідендів, який заплановано до виплати в наступному році;

$K_{\Phi A}$ – коефіцієнт фінансової активності;

I_A – оборотність активів;

N_{Π}^0 – валовий дохід підприємства за попередній звітний рік;

ρ_{PP} – рентабельність продажів, %.

Алгоритм визначення показника SGR має важливу роль в інформаційному забезпеченні процесу прийняття стратегічних ринкових й управлінських рішень щодо здійснення інтеграційної реструктуризації. Одним з напрямків реалізації методу імітаційного моделювання є розробка моделі прибутку у вигляді багатовимірної таблиці динаміки базових фінансово-економічних показників господарюючого суб'єкту. Подібний методологічний інструмент широко використовується в процедурах оцінки альтернативних стратегій досягнення ринкових цілей підприємства .

Показник прогнозного приросту обсягу продажів дозволяє проаналізувати потребу в додатковому зовнішньому фінансуванні (EFN) об'єднаного бізнесу:

$$EFN = A_0 \times \left(\frac{N_{\Pi}^1}{N_{\Pi}^0} - 1 \right) - 3K_0 \times \left(\frac{N_{\Pi}^1}{N_{\Pi}^0} - 1 \right) - \frac{P_{\text{чП}}^0}{N_{\Pi}^0} \times N_{\Pi}^1 \times \left(1 - \frac{D_0}{P_{\text{чП}}^0} \right), \quad (3.72)$$

де A_0 – величина активів у періоді t_0 ;

N_{Π}^0 – валовий дохід від продажу продукції за період t_0 ;

N_{Π}^1 – валовий дохід від продажу продукції у прогнозованому періоді t_1 ;

$3K_0$ – короткострокові і довгострокові зобов'язання в періоді t_0 ;

$P_{\text{чП}}^0$ – чистий прибуток підприємства за період t_0 ;

D_0 – дивіденди за період t_0 .

В процесі аналізу ефективності втілення програми корпоративного злиття рекомендовано використовувати коефіцієнтний метод прогнозування, який забезпечує оцінку ступеня кореляції таких параметрів, як:

- обсяг продажу продукції та величина собівартості продажів з урахуванням статей витрат;
- обсяг продажу продукції та сума готівкових коштів, дебіторської заборгованості й відповідних нарахувань;
- власний і позиковий капітали;
- собівартість продажів продукції та обсяг виробничих запасів.

Динаміка ринкової капіталізації реструктуризованого підприємства являє собою об'єкт постійного фінансового моніторингу в алгоритмах поточного контролю ефективності інтеграційного процесу. Одними з поширених методологічних інструментів її оцінки виступають планові показники обсягу продажів і чистого грошового потоку (*NCF*) (табл. 3.6).

Таблиця 3.6

Прогнозний розрахунок величини ринкової капіталізації підприємства

Динаміка грошового потоку	Формула для розрахунку
1. Рівномірний <i>NCF</i>	$NCF_{\text{річний}} / WACC$
2. Рівномірно зростаючий <i>NCF</i>	$\frac{NCF_{\text{першого року прогнозного періоду}}}{WACC - g}$
3. <i>NCF</i> з нерівномірною динамікою	$\sum_{t=1}^n \frac{NCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{NCF_{n+1}}{WACC - g} \times \frac{1}{(1 + WACC)^t}$

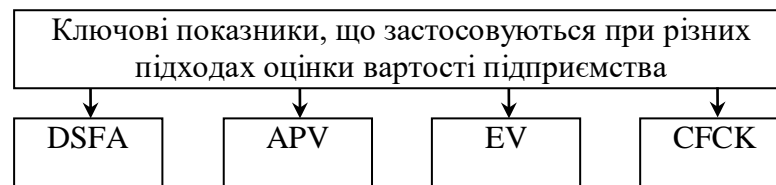
Примітка. $NCF_{n+1} = NCF_n \times (1 + g)$; g – річний темп приросту *NCF*; $WACC$ – середньозважена ціна капіталу; n – прогнозований період.

Джерело: Систематизовано автором

В залежності від періоду прогнозування множник приведення $(1 + WACC)^{-n}$ в процесі дисконтування грошового потоку може визначатися наступним чином:

- в прогнозному періоді – на основі ставки дисконту для середини року;
- в постпрогнозному періоді – на основі ставки дисконту для кінця року.

На рис. 3.11. представлена узагальнена система показників аналізу ринкової вартості інтеграційного утворення.



Примітка:

DSFA – дисконтований грошовий потік;

APV – скоригована поточна вартість;

EV – економічна вартість;

CFCK – грошові потоки на власний капітал

Рис. 3.11. Показники розрахунку ринкової капіталізації підприємства

Джерело: Систематизовано автором

Формула розрахунку індексу *APV* основана на принципі адаптивності вартості:

$$APV = PVCF + PV_{\text{сторонніх ефектів}} \quad (3.73)$$

де *PVCF* – поточна вартість майбутніх вільних грошових потоків;

PV_{сторонніх ефектів} – поточна вартість сторонніх ефектів.

Принципова відмінність показників *APV* і *DCFA* обумовлена ставками їх дисконтування через різницю в ступені комерційного ризику, який супроводжує дані індикатори. При цьому величина вільного грошового потоку дисконтується за ставкою (r_{EU}), яка характеризує ринкову капіталізацію інтегрованої структури підприємств без урахування впливу фінансового важеля:

$$r_{EU} = r_f + \beta_{EU} \cdot (r_m - r_f), \quad (3.74)$$

де r_f – безризикова ставка прибутковості;

β_{EU} – коефіцієнт систематичного ризику без використання фінансового

важеля:

$$\beta_{EU} = \left[\frac{\beta_E}{1 + \frac{ПК}{БК}(1 - tx)} \right], \quad (3.75)$$

де β_E – коефіцієнт систематичного ризику з урахуванням впливу фінансового важеля;

PK – ринкова вартість позикового капіталу;

BK – ринкова вартість власного капіталу;

tx – діюча ставка оподаткування.

Параметри $DCFA$ і APV визначають величину вартості компанії у якості різниці між ринковою вартістю власного і позикового капіталів, тобто опосередковано [128]. На відміну від такого прямого метод оцінки вартості суб'єкту господарювання оснований на аналізі фінансових потоків, які формують власний акціонерний капітал ($CFBK$). Різниця між вільним фінансовим потоком і платежами з обслуговування корпоративної кредиторської заборгованості формує фонд грошових коштів у вигляді дивідендів. В зв'язку з цим фінансові потоки власного капіталу дисконтуються за ставкою його ринкової вартості.

Дослідження рівня капіталізації інтеграційного утворення за допомогою методології економічної вартості здійснюється через показник EV , сутність якого полягає в аналізі величини економічного прибутку:

$$\begin{aligned} \text{Економічний прибуток} &= \text{Обліковий прибуток} = \\ &\text{Вартість власного капіталу}, \end{aligned} \quad (3.76)$$

Для випадку одного періоду:

$$\begin{aligned} \text{Економічний прибуток} &= \text{Інвестований капітал} \times (\text{ROIC} - \text{WACC}) = \\ &= \text{Інвестований капітал} \times \left(\frac{\text{EBIA}}{\text{Інвестований капітал}_{\text{н.п}}} - \text{WACC} \right), \end{aligned} \quad (3.77)$$

де $ROIC$ – рентабельність інвестованого капіталу;

$EBIA$ – операційний прибуток компанії до виплати відсотків і нарахування амортизації;

$\text{Інвестований капітал}_{\text{н.п}}$ – величина інвестованого капіталу на початок звітного періоду.

Автор дисертаційної роботи вважає $DCFA$ найбільш ефектним методом оцінки капіталізації господарюючого суб'єкту на етапі підготовки й обґрунтування інтеграційного процесу. З огляду на оптимізацію застосування методології $DCFA$ виключно по відношенню до інфраструктури великого

бізнесу, дослідження рівня інвестиційного та вартісного потенціалу підприємств з малим і середнім масштабами комерційної діяльності вимагає впровадження алгоритмів фінансової звітності на основі інструментів фінансово-економічного планування. Провідна роль при цьому належить процедурам бюджетування (рис. 3.12.).

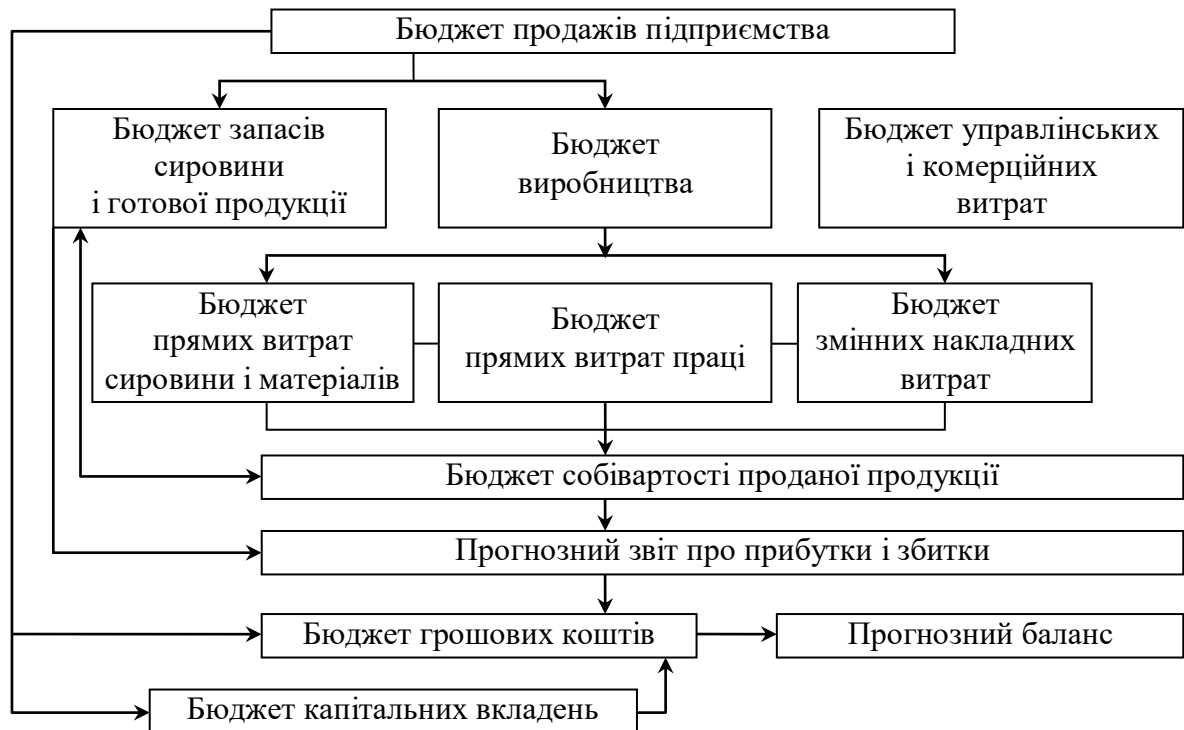


Рис. 3.12. Генеральний бюджет промислового підприємства

Джерело: Авторська розробка

На рис. 3.12. представлена блок-схема структури зведеного бюджету суб'єкту господарювання, планування показників якого рекомендовано здійснювати на передінтеграційному етапі процесу злиття (за умови необмеженого доступу до бази інформаційно-фінансової звітності підприємства-мети).

Ринкова стратегія розвитку об'єднаного підприємства є визначальною з точки зору надання пріоритетності певним блокам наведеної моделі бюджетування. Наприклад, у випадку реалізації механізму горизонтального поглинання центральним об'єктом аналізу виступає бюджет продажів, методологія якого будується на визначенні прогнозних параметрів обсягу

продажів і відпускних цін продукції. Розрахунок планового обсягу продажів у вартісному вираженні (N_{Π}) для опрацювання бюджету продажів має наступний вигляд:

$$N_{\Pi} = \sum_{i=1}^k q_i \times p_i, \quad (3.78)$$

де q – плановий обсяг продажів товарної продукції у натуральному вираженні;

p – запланована величина відпускної ціни;

i – вид продукції.

Величина прогнозного обсягу продажів служить основою формування бюджету виробництва продукції:

$$Q_p = Q_s + FC_e = Q_n - FG_s, \quad (3.79)$$

де Q_p – прогнозне значення обсягу виробництва в натуральному вираженні;

Q_s – плановий обсяг продажів продукції;

FC_e – цільовий залишок продукції на кінець планового періоду;

FG_s – залишок продукції на початок планового періоду;

Q_n – загальна потреба в готовій продукції на плановий період.

З огляду на індикатори бюджету виробництва товарної продукції формуються елементи бюджету прямих витрат сировини і матеріалів, основними з яких виступають номенклатура і обсяги закупівель в натуральному і вартісному виразах з урахуванням нормативів складських запасів та зведений показник витрат на забезпечення програми постачань. Загальна процедура виконання відповідних розрахунків аналогічна моделі Q_p .

Оптимізація параметрів бюджету запасів сировини, матеріалів і готової продукції може значно посилити синергію вертикально інтегрованої корпоративної структури. Основними факторами такої оптимізації являються

зниження цін по всій номенклатурі закупівель сировини й матеріалів завдяки ефекту масштабу об'єднаного бізнесу, а також ревізія нормативів їх складських запасів.

Відносно формування бюджету прямих витрат фонду оплати праці слід зазначити, що прояв синергетичного ефекту злиття в даному напрямку у вигляді додаткової економії ресурсів можливий виключно через здійснення процедури скорочення числа робочих місць. Безумовно, такий захід є вкрай негативним з точки зору соціальних наслідків процесу інтеграційної реструктуризації і рішення щодо його впровадження повинно мати вагому фінансово-економічну аргументацію.

Бюджети змінних накладних й управлінських витрат оцінюються згідно планових параметрів обсягу виробництва, прямих виробничих витрат, фонду оплати праці та визначаються особливостями стратегії ринкової діяльності інтеграційної структури підприємств. Такі бюджети не являють собою значимий ресурс підвищення синергетичного ефекту інтеграції.

Вказані складові елементи генерального бюджету реструктуризованого суб'єкту господарювання формують бюджет собівартості реалізованої продукції, який утворює зведений фінансовий бюджет підприємства. До основних його розділів відносять: звіт про планові прибутки і збитки, план фінансових надходжень і платежів (з урахуванням параметрів інвестиційної стратегії), а також підсумковий бухгалтерський баланс.

Система показників фінансового бюджетування та цільові індикатори ринкової стратегії інтегрованої структури підприємств створюють передумови для проведення інвестиційного аналізу, методологічна схема якого представлена нижче на рисунку 3.13.

Сукупність показників наведеної системи інвестиційного аналізу інтеграційного утворення розподіляється на такі базисні групи: індикатори аналізу ефективності інвестування та показники оцінки інвестиційного ризику. Розглянемо їх детальніше.

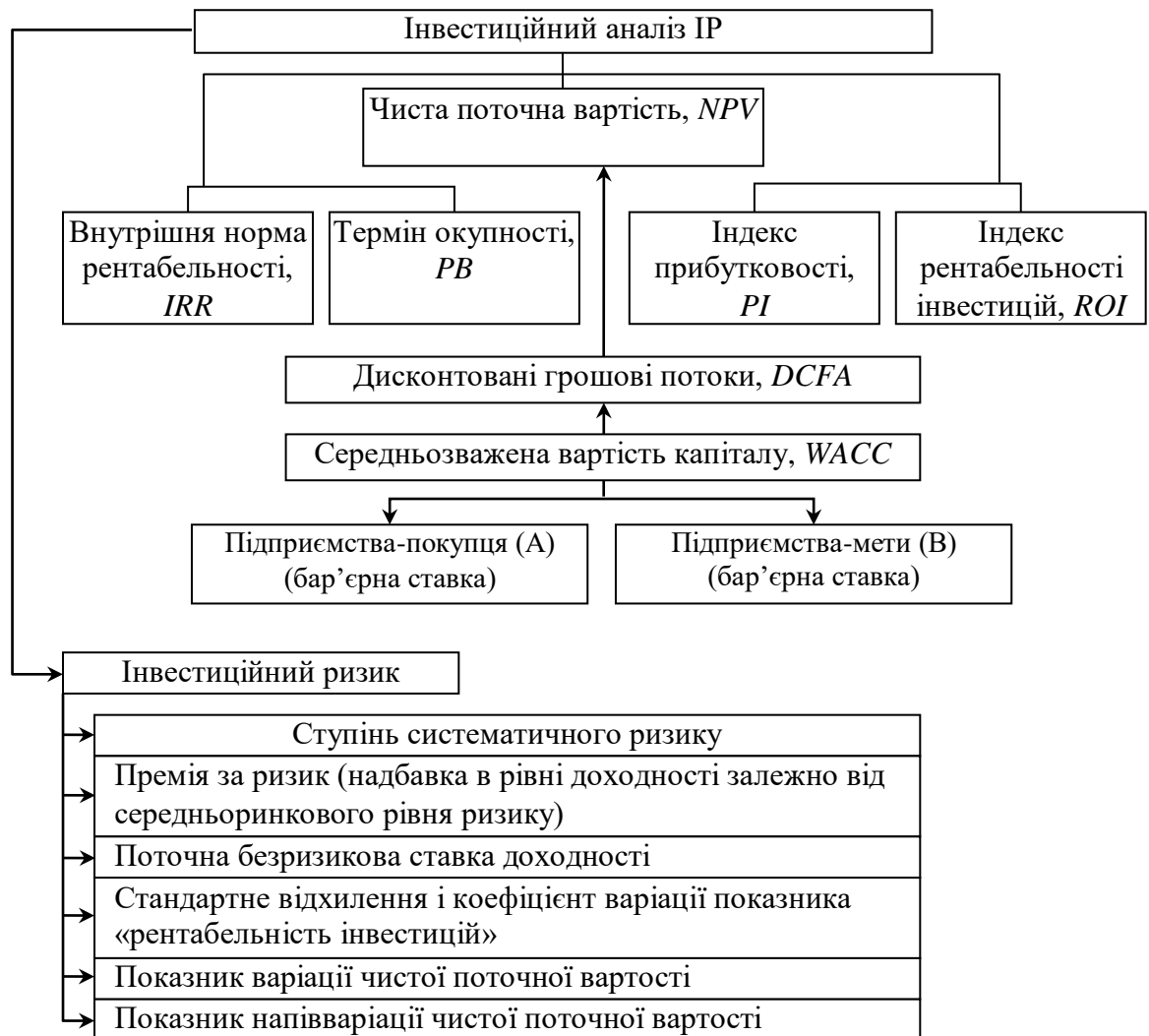


Рис. 3.13. Модель проведення інвестиційного аналізу при інтеграційній реструктуризації промислових підприємств

Джерело: Авторська розробка

Коефіцієнти інвестиційної привабливості підприємства-мети, методологія розрахунку яких спирається на алгоритми планування фінансових потоків (IRR , PB , PI , ROI), рекомендовано застосовувати в процедурах економічного обґрунтування угод злиття/поглинання.

При плануванні показників чистих грошових надходжень від реалізації проекту корпоративної інтеграції слід брати до уваги наступні специфічні параметри, пов'язані з механізмом об'єднання:

- величина прибутків від синергетичного ефекту; – видатки, пов'язані з розробкою реструктуризаційної угоди;
- інтеграційні витрати в ході реалізації програми злиття/поглинання.

В залежності від форми фінансування інтеграційного процесу, яке може здійснюватися через обмін акціями підприємств-суб'єктів угоди або обмін на акції підприємства-мети, витрати на забезпечення механізму реструктуризації можуть відображатися у вигляді:

1. Ринкової вартості пакету акцій підприємства-поглинача «А», який було передано власникам цільового підприємства «А»; при цьому має місце співвідношення $Q_A \times P_A - PV_B$, де Q – кількість переданих акцій підприємства А; P – ціна одиниці акції підприємства «А»; PV_B – поточна оцінка ринкової вартості об'єкта придбання В;

2. Частки статутного капіталу (x) об'єднаного суб'єкту господарювання «АВ», яка належить акціонерам підприємства «А»; при цьому має місце співвідношення: $x \times PV_{AB} - PV_B$.

Визначення ставки дисконтування являє собою один з ключових етапів інвестиційного аналізу корпоративної інтеграції. В міжнародній практиці мінімальний показник прибутковості реалізації угоди об'єднання формує бар'єрну величину вартості відповідного інвестиційного капіталу.

Методологія прикладного застосування ставок дисконтування спирається на процедури оцінок середньозваженого значення ціни капіталу (WACC) та бар'єрної ставки. Базовою задачею при використанні алгоритму WACC є визначення об'єкту дисконтування, у якості яких можуть виступати підприємство-поглинач та мета поглинання. До особливостей методу бар'єрної ставки дисконтування слід віднести наступне:

– в тому випадку, якщо величина бар'єрної ставки підприємства-поглинач є нижчою за показник WACC підприємства-мети, рівень комерційного ризику угоди злиття для поглинач є вищим, ніж ступінь ризику за його власним значенням середньозваженої вартості капіталу;

– якщо значення бар'єрної ставки підприємства-поглинач перевищує оцінку WACC підприємства-мети, розрахункова величина ефекту синергії інвестора може бути некоректною через заниження рівня капіталізації об'єкту придбання.

Найбільш значимим з представлених на рис. 3.13. параметрів аналізу інвестиційного ризику є коефіцієнт варіації чистої поточної вартості (CV_{NPV}), який визначається через відношення стандартного відхилення NPV (σ_{NPV}) до його планової величини $ENPV$.

Методологія розрахунку коефіцієнту CV_{NPV} побудуємо на наступних формулах:

1. Планована величина чистої поточної вартості ($ENPV$):

$$ENPV = \sum_{t=1}^n \frac{ECF_t}{(1+r)^t}, \quad (3.80)$$

де ECF – проектне значення показника фінансового потоку в t період.

2. Величина стандартного відхилення NPV (σ_{NPV}) для варіанту нерівномірного розподілу фінансових потоків у різні періоди часу:

$$\sigma_{NPV} = \sqrt{\sum_{t=1}^n \frac{\sigma_t^2}{(1+r)^{2t}}}, \quad (3.81)$$

де σ_t^2 – варіація проектного фінансового потоку в періоді t .

3. Коефіцієнт варіації чистої поточної вартості (CV_{NPV}):

$$CV_{NPV} = \sigma_{NPV} : ENPV, \quad (3.82)$$

де σ_{NPV} – значення стандартного відхилення NPV ;

$ENPV$ – планована величина чистої поточної вартості.

Розрахунок показників напівваріації і напівстандартного відхилення являє собою інструмент збільшення ступеня валідності отриманих результатів обчислення коефіцієнту варіації чистої поточної вартості:

4. Індекс напівваріації NPV (SV_{NPV}):

$$SV_{NPV} = \sum_{i=1}^m P_i (NPV_i - ENPV)^2, \quad (3.83)$$

де m – перелік імовірних значень NPV , за яких буде виконуватися умова $NPV_i < NPV$;

P_i – ймовірність i -ї події.

5. Напівстандартне відхилення $NPV(\delta_{SV})$ однакової розмірності з вихідним значеннями SV_{NPV} :

$$\sigma_{SV} = \sqrt{2SV_{NPV}}, \quad (3.84)$$

де SV_{NPV} – показник напівваріації NPV .

Заключним етапом наведеної методології є розрахунок за участю параметру δ_{SV} коефіцієнту варіації та його співставлення з базовим значенням CV_{NPV} .

На рис. 3.14 відображена узагальнююча схема алгоритмів дослідження ефективності процесів корпоративного злиття.

В процедурах аналізу ефективності інтеграційних угод показники, базовані на грошових потоках, застосовуються в тому разі, якщо механізм поглинання здійснюється через придбання некотируваних на фондовій біржі активів та акцій. В перелік таких індексів входять:

- IRR – внутрішня норма рентабельності;
- PI – індекс рентабельності;
- ROI – рентабельність інвестованого капіталу;
- DPB – дисконтований строк окупності.

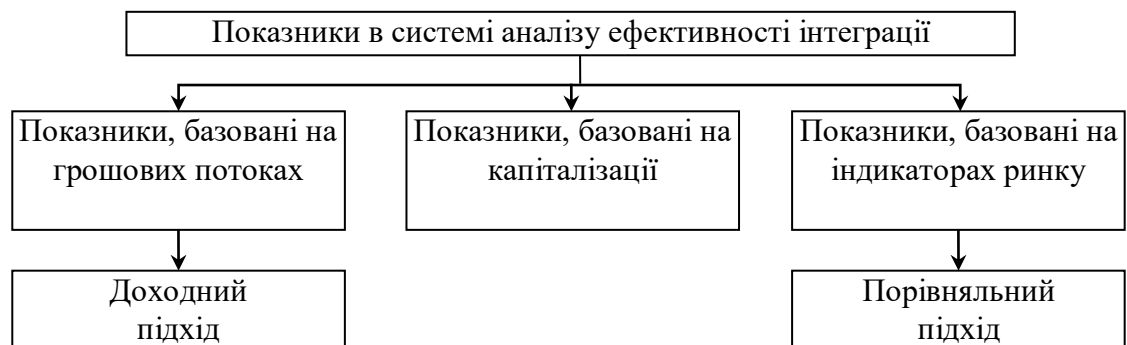


Рис. 3.14. Узагальнюючі показники оцінки ефективності інтеграційної реструктуризації у вигляді злиття/поглинання

Джерело: Авторська розробка

Прикладне використання вказаних показників пов'язане з необхідністю всебічного обґрунтування ставки дисконтування та вимагає особливого управлінського контролю при реалізації механізму недружнього поглинання.

Параметри ринкової капіталізації, зокрема коефіцієнт Майєрса та величина фінансових потоків, знаходять своє застосування в алгоритмах оцінки вартості інтеграційного утворення. При цьому слід зазначити, що у випадку відсутності фінансових потоків суб'єкту господарювання та нульовому показнику прибутку дослідження рівня капіталізації доцільно проводити за допомогою коефіцієнту «ціна/обсяг продажів» [85]:

$$\text{Ціна / Обсяг продажів} = \frac{\text{Ринкова капіталізація}}{\text{Виручка від продажів}}. \quad (3.85)$$

Методологічною основою застосування формули 3.83 є постулат про превалювання динаміки збільшення показника валових доходів від реалізації продукції по відношенню до прибутку в практиці господарської діяльності вітчизняних підприємств.

До складу індексів, які спираються на параметри ринкового середовища, входять наступні:

- ціна одиниці акції (*PPS*);
- прибуток на одиницю акції (*EPS*);
- ціна одиниці акції до прибутку (*P/E*).

Необхідно зазначити, що вказані показники, а також коефіцієнт «ціна/обсяг продажів» являють собою елементи порівняльної методології, тому їх практичне застосування носить обмежений характер. Дослідження індикаторів прогнозованої та фактичної ефективності процесу корпоративної інтеграції слід розглядати як комплексну науково-методологічну задачу. Позиція автора дисертаційної роботи полягає в тому, що сформувавши оптимальну оцінку результативності угоди злиття є можливим лише через співвідношення синергетичного ефекту реструктуризації з величиною всіх видів витрат на його забезпечення з урахуванням максимального граничного значення показника «премія до ціни угоди» [129, 130].

Нижче наведена запропонована автором система індикаторів аналізу ефективності інтеграційного утворення, яка включає наступні показники:

1. «Максимальна величина премії до ціни угоди злиття»: індекс рекомендовано застосовувати на етапі визначення оптимальних витратних параметрів (з урахуванням вірогідних додаткових видатків) процедури інтеграції для підприємства-поглинача.

$$\text{Премія}_{\max} = \frac{EI}{PV_B} \times 100\%, \quad (3.86)$$

де EI – синергетичний ефект корпоративної інтеграції;

PV_B – поточна ринкова вартість підприємства-мети.

2. «Оптимальна величина премії до ціни угоди злиття»:

$$\text{Премія}_{\text{opt}} = \frac{EI - \sum PV_{\text{cost}}}{PV_B} \times 100\%, \quad (3.87)$$

де EI – синергетичний ефект корпоративної інтеграції;

PV_B – поточна ринкова вартість підприємства-мети.

$\sum PV_{\text{cost}}$ – величина приведених додаткових витрат на інтеграцію.

3. «Ресурсомісткість (затратомісткість) процесу інтеграційної реструктуризації»:

$$Z_{M\&A}^{\text{міст}} = \frac{\sum PV_{\text{cost}}}{EI}, \quad (3.88)$$

де $\sum PV_{\text{cost}}$ – величина приведених додаткових витрат на інтеграцію;

EI – синергетичний ефект корпоративної інтеграції;

Очевидно, що за умови наближення даного показника до нуля рівень ефективності процедури злиття є максимальним.

За підсумками проведеної інтеграційної реструктуризації по відношенню до підприємства-покупця виконаємо оцінку параметру модифікованої економічної доданої вартості згідно з наступною формулою:

$$AV_A = \left(\frac{EI - \sum PV_{cost}}{PV_B} - WACC_A \right) \times PV_B, \quad (3.89)$$

де AV_A – приріст ринкової вартості підприємства-поглинача (A) в результаті інтеграції;

EI – синергетичний ефект корпоративної інтеграції;

PV_B – поточна ринкова вартість об'єкта придбання (B);

$\sum PV_{cost}$ – величина приведених додаткових витрат на інтеграцію;

$WACC_A$ – величина середньозваженої вартості капіталу підприємства-поглинача (A).

Елемент $\frac{EI - \sum PV_{cost}}{PV_B}$ формули 3.89 являє собою показник рентабельності капіталовкладень для придбання підприємства-мети (B), тоді як вираз $\left(\frac{EI - \sum PV_{cost}}{PV_B} - WACC_A \right)$ відображає величину спреду прибутковості інтеграційної угоди для підприємства-поглинача (A).

Невід'ємним етапом дослідження ефективності процесу інтеграційної реструктуризації виступає аналіз варіювання величини ризику господарської діяльності підприємства-покупця, базовим інструментом якого є розрахунок індексу «премія до фінансового ризику»:

$$PFR_A = \left(\frac{WACC_C}{WACC_A} - 1 \right) \times 100\%, \quad (3.90)$$

де FR_A – розмір премії до фінансового ризику підприємства-поглинача (B);

$WACC_C$ – середньозважена ціна капіталу інтегрованого суб'єкту господарювання (C);

$WACC_A$ – середньозважена ціна капіталу підприємства-поглинача (A).

Варіювання показника середньозваженої ціни капіталу обумовлено змінами пропорцій та вартості власного і позикового капіталу в ході

безпосередньої реалізації інтеграційного механізму. При цьому умова $WACC_C > WACC_A$ відображає ситуацію збільшення витрат на капітал та зростання рівня комерційного ризику для підприємства-поглинача (A), що призводить до необхідності підвищення встановлених нормативів рентабельності капіталу.

На думку автора дисертаційного дослідження, представлена система показників розширює методологічний апарат оцінки процесів інтеграційної реструктуризації та забезпечує механізм прийняття ефективних управлінських рішень на їх перед-і постінтеграційних етапах. Разом з тим необхідно зазначити, що на поточний момент в інструментарії фінансово-економічного аналізу інтеграційної реструктуризації не існує категорії «еталонної» системи відповідних індикаторів, в кожному практичному випадку слід зважати на окремі особливості конкретної інтеграційної процедури суб'єктів господарювання.

Висновки до третього розділу

У третьому розділі роботи обґрунтовані організаційно-методичні аспекти протікання інтеграційної реструктуризації. Обґрунтовано науково-методичний підхід щодо визначення синергетичного ефекту від реструктуризаційних заходів, та впроваджено інструменти оцінювання вартості підприємств при підготовці до злиття або поглинання. Надано методичні рекомендації щодо застосування критеріїв результативності і злиттів і поглинань та визначення інвестиційної і вартісної привабливості інтеграційної реструктуризації для промислових підприємств.

1. Дослідження показали, що універсальним фактором якості інтеграційної реструктуризації для підприємств в формі злиттів та поглинань є синергетичний ефект. Він характеризується як організаційно-економічний результат інтеграції, який перевищує результати, до цього окремо

працюючих підприємств. Метою інтеграційної реструктуризації має стати досягнення синергетичного ефекту інтеграційної структури підприємств у вигляді сталого росту її ринкової вартості бізнесу, та зниження кількості і сили комерційних ризиків.

2. Розроблено модель формування синергетичних ефектів від інтеграційної реструктуризації для промислових підприємств на основі виділення операційної і фінансової синергії. Обґрунтовано методичний підхід визначення сукупного впливу складових ефекту інтеграційній реструктуризації у вигляді зміни вартості підприємства від поглинання, який формується у вигляді етапів: визначення величини вартості підприємства-поглинача і підприємства-мети до інтеграції; надання прогнозної оцінки очікуваного ефекту від інтеграції у вигляді зростання капіталізації і формування додаткового прибутку, який отримує підприємство-покупець; визначення чистої вартості інтеграційної структури підприємств, яка визначається як ефект синергії за вирахуванням витрат на реалізацію угоди; приріст вартості поглинаючого підприємства дорівнює різниці вартості інтеграційної структури підприємств і вартості підприємства-мети до інтеграції.

3. Визначено, що ключовим параметром ефективності угоди злиття/поглинання є показник додаткового приросту рівня капіталізації (*NAV*) реструктуризованого підприємства. Запропоновано методичний підхід по реалізації пропорційного розподілу ефекту використання механізму зниження бази оподаткування прибутку між власниками контрольного та блокуючих пакетів акцій на етапі підготовки інтеграційної реструктуризації.

4. Розроблено економіко-математичну модель визначення вартості інтеграційної структури, розподілу і отримання премій за результатами як інтеграційної реструктуризації. Розрахунок вартості контролю пропонується вести за прибутком до оподаткування після виключення інвестицій, передбачених фінансовим планом, на основі якого формувалися грошові потоки прогнозного періоду при оцінці вартості доходним методом.

Визначення доцільності проведення інтеграційних угод має відбуватися з визначенням розміру премії власникам контрольного і блокуючого пакетів бізнесу-мети. Розмір премії за ці пакети визначається загальним розміром премії (P), що є частиною ефекту синергії, і пропорціями її розподілу між власниками. Вартість інтеграційної структури підприємств (BPV_{AB}) визначається умовою збереження існуючих бонусів підприємства-покупця і частини синергії ($CE-P-E$). Максимальна надбавка до інвестиційної вартості підприємства-мети, що включає премію (P) і витрати (E), не має бути більшою за синергетичний ефект від самої реструктуризації.

5. Побудовано модель формування й узгодження системи критеріїв та показників корпоративної і суспільної ефективності інтеграційних угод, яка містить групу показників соціально-економічних ефектів від злиттів та поглинань для національної економіки та економічні результати для промислових підприємств, що беруть участь в об'єднанні.

Доведено, що найбільш перспективним є алгоритм вартісного аналізу, який комбінує можливості збереження методологічної однорідності критеріїв корпоративної й суспільної результативності від інтеграційної реструктуризації.

6. Запропоновано науково-методичний підхід по визначенню рівня ефективності від інтеграційної реструктуризації у форматі злиттів і поглинань, основою якого є формування критерію результативності угоди злиття/поглинання для підприємства-покупця у вигляді ринкової вартості бізнесу, яка порівнюється з альтернативами інвестування коштів, і приймає вигляд показника чистої вартості поглинання (NAV). Модифікований критерій базується на інституційній теорії підприємства і полягає в тому, що угода економічно обґрунтована, якщо капіталізація інтеграційної структури підприємств у результаті угоди злиття і поглинання перевищує суму капіталізацій окремих підприємств.

7. Запропоновано результати від угод злиттів і поглинань, визначати через розрахунок очікуваного отримання чотирьох груп організаційно-

економічних ефектів: 1. ефект зниження витрат у виробництві єдиної продукції; 2. ефект комплексного використання ресурсів; 3. ефект масштабу; 4. ефект синергії, або поява додаткового приросту обсягів виробництва.

8. Розроблено методичний підхід визначення інвестиційної привабливості підприємства-мети до початку інтеграційної реструктуризації, основою якого є використання мотиваційного фактору при визначенні критеріїв інвестиційної привабливості угоди за розрахунковими розділами.

Так загальний розділ містить показники оцінки інвестиційної привабливості підприємства-мети на основі аналізу його якісних характеристик, він використовується при проведенні аналізу безвідносно до виду і напрямку M&A. Спеціальний розділ містить чинник мотивації угоди M&A, і містить систему розрахунково-аналітичних процедур, орієнтованих на обґрунтування рішення про рівень інвестиційної привабливості підприємства-мети залежно від мети і характеру інтеграційної реструктуризації. Контрольний розділ містить показники оцінки рівня інвестиційної привабливості підприємства-мети на основі розрахунку коефіцієнта інвестиційної привабливості.

9. Розроблено індикативний метод проведення аналізу ефективності інтеграційного утворення за рахунок виділення індикаторів: 1. «максимальна величина премії до ціни угоди злиття», яка визначається як відношення очікуваного синергетичного ефекту від інтеграції до поточної ринкової вартості підприємства-мети; 2. «оптимальна величина премії до ціни угоди злиття», яка визначається як відношення різниці між синергетичним ефектом від інтеграції і поточною ринковою вартістю підприємства-мети до величини приведених додаткових витрат на інтеграцію; 3. «ресурсомісткість процесу інтеграційної реструктуризації», яка визначається як відношення величини приведених додаткових витрат на інтеграцію до синергетичного ефекту корпоративної інтеграції.

Представлена система індикаторів розширює методологічний апарат оцінки процесів злиттів а поглинань та забезпечує механізм прийняття ефективних управлінських рішень на їх перед-і постінтеграційних етапах.

Результати дослідження, які визначають науковий внесок здобувача і визначають наукову новизну дисертаційної роботи представлені в наступному ряді публікацій: [20, 67, 69, 71, 72, 80, 81, 83, 91, 98, 99, 100, 101, 102, 105, 106, 107, 119, 130].

Список використаних джерел до розділу 3

1. Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях. Создание стоимости в частных компаниях. Москва : Альпина Паблишерз, 2009. 336 с.
2. Яцкевич І. В. Інтеграція як шлях підвищення ефективності підприємств. Університетські наукові записки. 2013. № 2. С. 228-232.
3. Beishaar V., Knight J., Wassenaer A. Deals that create value. The McKinsey Quarterly. 2010. №1. 78 p.
4. Brusco S., Lopomo G., Robinson D.T., Viswanathan S. Efficient mechanisms for Mergers and acquisitions, 2006. 42 p.
5. Булеев И. П., Богачев С. В., Мельникова М. В. Промышленные корпорации: особенности развития и принятия решений. Донецк : ИЭП НАН Украины, 2002. 116 с.
6. Горбатов В. М. Конкурентоспособность и циклы развития интегрированных структур бизнеса. Харьков : ИД «ИНЖЭК», 2006. 592 с.
7. Горбатов В. М. Интегрированные структуры бизнеса в мировой экономике. Харьков : ИД «ИНЖЭК», 2005. 160 с.

8. Джонсон Д., Шоулз К., Уиттингтон Р. Корпоративная стратегия: теория и практика. 7-е изд. : пер. с англ. Москва : ООО «И.Д. Вильямс», 2007. 800 с.
9. Рикертсен Р. Выкуп бизнеса менеджерами: Проведение LBO-сделок и покупка собственного бизнеса / пер. с англ. 2-е изд. Москва : Альпина Бизнес Букс, 2008. 404 с.
10. Субботин А. К. Границы рынка глобальных компаний. Москва : Едиториал УРСС, 2004. 328 с.
11. Черезов А. В., Рубинштейн Т. Б. Корпорации. Корпоративное управление. Москва : ЗАО «Издательство «Экономика», 2006. 478 с.
12. Child J., Faulkner D., Pitkethly R. The Management of International Acquisitions. USA : Oxford University Press, 2001. 268 p.
13. Czinkota M. R., Ronkainen I. A., Moffett M. H. International Business. 3-ed. Orlando : The Dryden Press, 2002. 748 p.
14. Berzakova V., Bartosova V., Kicova E. Modification of EVA in Value Based Management. Procedia Economics and Finance. 2015. №26. P. 317-324.
15. Six sins of M&A. New York : BloombergURL: <http://www.businessweek.com>
16. Stem J.M., Shiely J.S., Ross I. The EVA challenge: implementing value-added change in an organization. New Yourk : Wiley, 2001. 250 p.
17. Trautwein F. Merger Motives and Merger Prescriptions. Strategic Management Journal. 2009. №11. P. 283-295.
18. Morck R., Schleifer A., Vishney R. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. Journal of Financial Economics. 2006. № 20. P. 293–315.
19. Mulcaster W.R. Three Strategic Frameworks. Business Strategy Series. 2009. Vol. 10. №1. P. 68-75.
20. Македон В.В. Порівняльний аналіз методик і підходів до оцінки ринкової вартості компанії в ході злиття або поглинання. Збірник наукових

праць. Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності. 2011. Т.3. С. 217-222.

21. Zappa M. The Fundamentals of Strategic Logic and Integration for Merger and Acquisition Projects. Switzerland : «Mettler Toledo AG Analytical», 2008. 76 p.

22. Vachon D. Mergers & Acquisitions. Riverhead Hardcover, 2007. 304 p.

23. Sorensen Donald E. Characteristics of Merging Firms. Journal of Economics and Business. 2008. №52. P. 423-33.

24. Smit H., Trigeorgis L. Strategic Planning: Valuing and Managing Portfolios of Real Options. R&D Management. 2006. 36(4). P. 403-419.

25. Maucher H.O. Mergers and acquisitions as a means of restructuring and repositioning in the global market: business, macroeconomic and political aspects. Transnational Corporations. 2008. Vol.7. №3. P. 153-182.

26. Хардинг Д., Роувит С. Искусство слияний и поглощений: Четыре ключевых решения, от которых зависит успех сделки : пер. с англ. Петкевич А. Г. Минск : Гревцов Паблицер, 2007. с. 256.

27. Aoki M. Corporations in Evolving Diversity: Cognition, Governance and Institutions. Oxford University Press, 2010. 256 p.

28. Чебанова О.П. Інтеграція та управління економічним потенціалом підприємств. Вісник Харківського національного аграрного університету ім. В.В. Докучаєва. Серія: Економічні науки. 2015. № 1. С. 190-196.

29. Cheng-Wen L. The Assessment for Performance of M&As Using DEA/MPI Approach with BSC Indicators. Asia Pacific Management Review. 2014. №19 (2). P. 187-205.

30. Батанова Т. В. Інтеграція реінжинірингу бізнес-процесів із збалансованою системою показників підприємства. Вісник Харківського національного університету імені В. Н. Каразіна. Серія: Економічна. 2011. № 970. С. 20-25.

31. 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.

32. Галпин Тимоти Дж., Хэндон Марк Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний : пер. с англ. Москва : Издательский дом «Вильямс», 2005. 240 с.

33. Гуданіч Д. О. Економічна інтеграція підприємств, як ефективна форма управління інвестиційною діяльністю. Вісник Сумського національного аграрного університету. Серія: Економіка і менеджмент. 2012. Вип. 4. С. 123-127.

34. Єлецьких С. Я. Управління фінансовою стійкістю промислового підприємства : монографія. Краматорськ : ДДМА, 2013. 492 с.

35. Ансофф И. Стратегическое управление : сокр. пер. с англ. – Москва : Экономика, 1989. 650 с.

36. Волошанюк Н. В. Фінансова реструктуризація підприємств (на прикладі підприємств гірничо-металургійного комплексу України) : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08. Київ, 2009. 20 с.

37. Дмитришин О. В., Яцура В. В. Синергічний підхід до здійснення підприємницької діяльності. Науковий вісник НЛТУ України. 2011. Вип. 21. С. 194-199.

38. Инвестиционная стратегия корпораций и институциональных инвесторов : монография / Сазонец И. Л., Богачев С. В., Екимов С. В. и др. ; под ред. И. Л. Сазонца. Днепропетровск : Наука и образование, 2003. 132 с.

39. Ілюхін О. О. Процесний підхід щодо проведення реструктуризації промислової корпорації. Вісник економічної науки України. 2009. № 2. С. 44-47.

40. Інститут економічних досліджень та політичних консультацій.
URL: <http://www.ier.com.ua/ua>

41. Farrell J., Shapiro C. Scale economies and synergies in horizontal merger analysis. *Antitrust Law Journal*. 2001. Vol. 68. No. 3. P. 685-710.
42. Scott C., Robert M., Diane S. Damned winners: the mistakes of mergers. *The McKinsey Quarterly*. 2004. №2. P. 32-40.
43. Розвиток корпоративного сектора в Україні : монографія / за ред. д.е.н., проф. М. Д. Білик. Київ : КНЕУ, 2013. 414 с.
44. Селіверстова Л. С. Реструктуризація як засіб подолання кризових явищ на підприємстві. *Актуальні проблеми економіки*. 2016. № 4. С. 37-44.
45. Семакін А.В. Сутність та основні етапи проведення реструктуризації підприємства. URL: http://www.academia.edu/6592148/сутність_та_основні_етапи_проведення_реструктуризації_підприємства.
46. Реструктуризация предприятий и компаний: пособие / И. И. Мазур, В. Д. Шапиро и др. ; под ред. И. И. Мазура. Москва : Высшая школа, 2010. 587 с.
47. Реструктуризація промисловості України у процесі посткризового відновлення : аналіт. доп. / О.В. Собкевич, А.І. Сухоруков, В.Г. Савенко, С.Л. Воробйов та ін. ; за заг. ред. Я.А. Жаліла. – Київ : НІСД, 2011. 112 с.
48. Тихомиров Д. В. Оценка стоимости компаний при слияниях и поглощениях : учебное пособие. Санкт-Петербург : Изд-во СПбГУЭФ, 2009. 132 с.
49. Федоров В. К., Загоруйко И. А. Управление современной корпорацией. Краснодар, 2006. 348 с.
50. Феррис К., Пешеро-Пети Б. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении. Москва : Изд-во Вильямс, 2003. 255 с.
51. Villalonga B., McGahan A. The choice among acquisitions, alliances and divestitures. *Strategic management journal*. 2005. №26. pp. 1183-1208.
52. Thompson Robert B. *Mergers and Acquisitions: Law and Finance*. Aspen Pub, 2010. 556 p.

53. Гершун А. Технологии сбалансированного управления. Москва : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. 400 с.
54. Голобоков С. Реорганизация фирм и промышленная политика в странах с переходной экономикой. Проблема теории и практики управления. 2008. №6. С. 26-32.
55. Дойль П. Менеджмент: стратегия и тактика : пер. с англ. Санкт-Петербург : Питер, 1999. 547 с.
56. Евсеев А. С. Стратегия реструктуризации предприятий в условиях кризисной ситуации. Проблемы теории и практики управления. 2009. № 3. С. 109-113.
57. Кныш М. И., Пучков В. В., Тютиков Ю. П. Стратегическое управление корпорациями. Санкт Петербург : КультИнформ-Пресс, 2002. 239 с.
58. Мащенко В. Е. Системное корпоративное управление. Москва : Сирин, 2003. 251 с.
59. Шумпетер Й. Теория экономического развития (Исследование предпринимательской прибыли, капитала, кредита, процента и цикла конъюнктуры). Москва : Прогресс, 1982. 563 с.
60. Ченаш В. С. Управління реструктуризацією промислових підприємств за умов інтеграційних процесів в економіці : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.04. Хмельницький, 2014. 20 с.
61. Ченаш В. С. Економічні основи процесу реструктуризації підприємств. Економіка: реалії часу. Фаховий електронний науковий журнал. 2013. № 5. С. 55-61.
62. Черемных О.С. Стратегический корпоративный реинжиниринг: процессно-стоимостной подход к управлению бизнесом. Москва : «Финансы и статистика», 2005. 736 с.
63. Чернявский Ю. М., Чикишева Н.М. Формирование механизма реструктуризации с целью повышения эффективности и конкурентоспособности. Санкт-Петербург : Изд-во СПбГУЭФ, 2002. 141 с.

64. Томашевський В.М. Моделювання систем. Київ : Видавнича група BHV, 2005. 352 с.
65. Morck R., Schleifer A., Vishney R. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*. 2006. № 20. P. 293–315.
66. Reed Stanley Foster, Alexandria Lajoux. *The Art of M&A*, 4th Ed. McGraw-Hill, 2007. 1100 p.
67. Makedon V., Korneyev M. Improving methodology of estimating value of financial sector entities dealing in mergers and acquisitions. *Investment Management and Financial Innovations*, Volume 11, Issue 1, 2014. P. 44-55.
68. Vachon D. *Mergers & Acquisitions*. Riverhead Hardcover, 2007. 304 p.
69. Македон В.В. Ринкова вартість як критерій ефективності злиттів та поглинань промислових компаній. *Регіональна бізнес-економіка та управління*. 2012. №1(33). С. 26-31.
70. Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate takeovers. *Journal of Business*. 2006. Vol. 59. P. 197-216.
71. Македон В.В. Ринкова вартість як критерій ефективності злиттів та поглинань промислових компаній. *Регіональна бізнес-економіка та управління*. 2012. №1(33). С. 26-31.
72. Македон В.В. Виникнення синергетичного ефекту при злиттях або поглинаннях компаній. *Науково-технічний розвиток: економіка, технології, управління : тези доп. учасників VIII Міжнар. наук.-практ. конф. студ., асп. і мол. вчен., 15-18 квітня 2009 р., м. Київ*. Київ : НТУУ «КПІ», 2009. С. 41-42.
73. Shrieves R. Free cash flow (FCF), Value added (EVATM), and Net present value (NPV): a reconciliation of Discounted cash flow (DCF) valuations. 2000. 16 p. URL: www.bnet.com.
74. Кони́на Н. Ю. Слияния и поглощения в конкурентной борьбе международных компаний : монография. Москва : Проспект, 2005. 149 с.

75. Метеленко Н. Г. Організаційні аспекти управління акціонерний капіталом промислових підприємств. Економічний вісник Національного гірничого університету. 2012. № 1. С. 81-87.

76. Nyman S., Silberston A. The ownership and control of industry. Oxford Economic Paper. 1998. Vol. 30. P. 74–101.

77. Rappaport A. Creating shareholder value: the new standard for business performance. New York : Free Press; London : Collier Macmillan, 1986. 270 p.

78. Грабовецький Б. Є. Методи експертних оцінок: теорія, методологія, напрямки використання : монографія. Вінниця : ВНТУ, 2010. 171 с.

79. Дейнега В.Г. Реструктуризация наукоемких промышленных предприятий в условиях конкурентных рынков: сбалансированные системы показателей, методы и средства конкурентного анализа и контроллинга трансформаций в бизнесе: монография / под общ. ред. д-ра экон. наук, проф. В.В. Курченкова. Волгоград : Изд-во ВолГУ, 2012. 243 с.

80. Македон В.В. Сучасні тенденції розвитку вітчизняного ринку злиттів та поглинань. Новітня цивілізація: проблеми становлення і трансформації : тези доп. учасників Міжнар. наук. конф., 22-23 травня 2008 р., м. Дніпропетровськ. Дніпропетровськ : ДУЕП, 2008. С. 178-180.

81. Македон В.В. Досягнення синергетичного ефекту при злиттях і поглинаннях компаній. Збірник наукових праць. Європейський вектор економічного розвитку. 2011. Вип. 1(10). С. 117–124.

82. Корпоративне управління: міжнародний досвід : колективна монографія / Раймонд Кокс, Вінченцо Фаріна, Джейн Каніл, Патрік Велте, Сімона Замбеллі, Паола Швейцер, Андреа Меліс, Карлос Гонзалвеш та ін. ; за ред. проф. К. Гернера-Берле, О. М. Костюка, Р. Апреда : пер. з англ. Суми : Віртус Інтерпрес, 2012. 402 с.

83. Makedon V. The role of the synergy in determination of the international company's mergers and acquisitions effectiveness. Scientific enquiry

in the contemporary world: theoretical basics and innovative approach. L&L Publishing Titusville, FL, USA. – Research articles. Vol. 5. Economics. 2012 P. 103-108.

84. King D. R., Dalton D. R., Daily C. M., Covin J. G. Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*. 25(2). 2004. P. 187–200.

85. Graaf A., Pienaar A. Synergies in mergers and acquisitions: A critical review and synthesis of the leading valuation practices. *SA Journal of Accounting Research*. 2013. Vol. 27: No. 1. P.143-180.

86. Grossman S., Hart O. The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*. 1986. Vol. 94. P. 691–719.

87. Hamilton G., Hill M., Knirsch P., Zaleski E. *Red Transnational or Red Herrings* New Yourk, 2007. 518 p.

88. Bradley M., Desai A., Kim E. Synergetic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics*. 1998. №21. P. 3-40.

89. Семенова Д. О., Вовк О. С. Деякі аспекти процесів реструктуризації підприємств в умовах економіки перехідного періоду. *Актуальні проблеми економіки*. 2007. № 8. С. 139-142.

90. Система корпоративного управління: формування та оцінювання на засадах економічних індикаторів (на прикладі машинобудування) : монографія / О. Є. Кузьмін, А. М. Дідик, О. Г. Мельник, О. В. Муқан ; за заг. ред. О. Є. Кузьміна. Львів : Тріада плюс, 2008. 369 с.

91. Makedon V.V., Korneyev M.V. *Financial and real sectors of economy: convergence and prospects of development : monograph*. United Kingdom, Sheffield : Science and Education Ltd, 2013. 174 p.

92. Gupta D., Gerchak Y. Quantifying operational synergies in a merger/acquisition. *Management Science*. 2002. 48 (4). P. 517-533.

93. Scott C., Robert M., Diane S. Damned winners: the mistakes of mergers. *The McKinsey Quarterly*. 2004. №2. P. 32-40.
94. Ченг Ф. Ли, Финнерти Дж. И. Финансы корпораций: теория, методы и практика : пер. с англ. Москва : ИНФРА-М, 2000. XVIII. 686 с.
95. Стеченко Д. М., Жигалкевич Ж. М. Інтеграція виробництв як об'єктивна основа розвитку взаємодіючих підприємств машинобудування. *Університетські наукові записки*. 2014. № 1. С. 347-354.
96. Стивенсон В. Дж. Управление производством. Москва : БИНОМ; Лаборатория Базовых Знаний, 2002. 928 с.
97. Lester D. L., Parnell J.A., Carraher S. Organization life cycle: A five-stage empirical scale. *The International Journal of Organizational Analysis*. 2003. 11(4). P. 339-354.
98. Македон В.В. Інституційна роль злиттів та поглинань у формуванні класу ефективних власників. *Вісник Чернівецького торговельно-економічного інституту. Економічні науки*. 2011. Вип. II (42) ч.2. Т.1. С. 63-68.
99. Македон В.В. Рекомендації по розробці заходів по підвищенню ефективності трансформацій у формі злиттів та поглинань. Соціально-економічні аспекти реструктуризації регіональної економіки : тези доп. учасників Міжнар. наук.-практ. конф., 1-2 грудня 2011 р., м. Вінниця. Вінниця : Вінницький фінансово-економічний університет, 2011. т.1. С. 160-161.
100. Македон В.В. Оцінка ефективності альтернативних проектів злиттів та поглинань компанії на основі прибуткового підходу. *Вісник Донецького університету економіки та права*. 2011. №1. С. 110-114.
101. Македон В.В., Чернявська І.М. Управлінське забезпечення процесів планування та реалізації організаційних змін на машинобудівному підприємстві. *Регіональна бізнес-економіка та управління*. 2012. №4 (36). С. 89-96.
102. Македон В.В. Синергія як фактор ефективності злиттів і поглинань серед суб'єктів фінансового і реального секторів економіки. *Менеджмент у XXI*

сторіччі: методологія і практика : тези доп. учасників III Міжнар. наук.-практ. конф., 14-15 травня 2015 р., м. Полтава : Полтава, 2015. С. 268-270.

103. Стеченко Д., Омельченко О. Сценарний підхід до реструктуризації підприємств на основі комплексу економіко-математичних моделей. Соціально-економічні проблеми і держава. 2013. Вип. 2. С. 195-215.

104. Мясников А.А. Синергетические эффекты в современной экономике: введение в проблематику. изд. 2-е. Москва : ЛИБРОКОМ, 2012. 155 с.

105. Македон В.В. Інноваційні підходи реструктуризації промислових підприємств: теорія, методологія, практика : монографія. Запоріжжя : Видавничий дім «Гельветика», 2018. 514 с.

106. Македон В.В. Особливості розробки стратегій злиттів або поглинань компаній. Вісник національного університету «Львівська політехніка», Серія «Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку». 2011. № 714. С. 102-108.

107. Македон В.В., Мячин В.Г. Оценка рисков корпоративных сделок слияния и поглощения методом нечётких множеств. Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія «Міжнародні економічні відносини та світове господарство». 2016. Випуск 6. Частина 2. С. 66-69.

108. Минс Г., Шнайдер Д. Метакапитализм и революция в электронном бизнесе: какими будут компании и рынки в XXI веке. : пер. с англ. Москва : Альпина Пабlishер, 2001. 280 с.

109. Кныш М. И., Пучков В. В., Тютиков Ю. П. Стратегическое управление корпорациями. Санкт Петербург : КультИнформ-Пресс, 2002. 239 с.

110. Корпоративное управление машиностроительным предприятием: проблемы, пути решения : монография / В.С. Пономаренко, Е.Н. Ястремская, В.М. Луцковский, С.Л. Кушнар, Д.А. Репка, Н.В. Беликова. Харків : ИД «ИНЖЭК», 2006. 232 с.

111. Малиновський Ю. В., Цьвок Д. Р. Реструктуризація як метод підвищення конкурентоспроможності підприємства. Вісник Національного університету «Львівська політехніка». Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку. 2013. № 778. С. 166-172.
112. Майер Джеральд М., Олесевич Даніела. Міжнародне середовище бізнесу: конкуренція та регулювання у глобальній економіці / пер с англ. Даніела Олесевич. Київ : Либідь, 2002. 703 с.
113. Capron L., Mitchell W., Swaminathan A. Asset Divestiture following horizontal acquisitions: a dynamic view. Strategic management journal. 2001. №22. pp. 817-844.
114. Xu X., Wang Y. Ownership Structure, Corporate Governance, and Firms' Performance: The Case of Chinese Stock Companies. Working Paper, World Bank, 2007. 253 p.
115. Кортен Д. Когда корпорации правят миром. Санкт-Петербург : Агентство «ВИТ-Принт», 2002. 328 с.
116. Мельник Т., Конрад Ю. Інтеграція національних підприємств у міжнародні виробничі мережі. Вісник Київського національного торговельно-економічного університету. 2017. № 5. С. 5-20.
117. Слияния и поглощения в системе современной экономики : монография / под ред. А.Н. Фоломьева. Москва : Изд-во РАГС, 2010. 184 с.
118. Соколенко С. И. Производственные системы глобализации: Сети. Альянсы. Партнерства. Кластеры : укр. контекст. Киев : Логос, 2002. 646 с.
119. Makedon V.V. Institutional prerequisites of forming the market of mergers and acquisitions of companies in the countries of central and eastern Europe. Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Zarządzania Ochroną Pracy w Katowicach. 2012. № 1(8). P. 21-31.
120. Foster Richard, Kaplan Sarah Creative destruction: why companies that are built to last underperform the market – and how to successfully transform them. New York : Currency/Doubleday, 2001. 344 p.

121. Kislingerova E. Using of the EVA model for valuation of the company. Prague : Prague University of Economics. 2000. 123 p.
122. McKinsey Quarterly is the business journal of McKinsey & Company. Corporate finance. URL: http://www.mckinseyquarterly.com/Corporate_Finance/M_A
123. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами. Москва : «Финансы и Статистика», 2003. 800 с.
124. Нортон Дэйвид П., Каплан Роберт С. Организация, ориентированная на стратегию. Как в новой бизнес-среде преуспевают организации, применяющие сбалансированную систему показателей. Москва : Олимп-Бизнес, 2004. 169 с.
125. Птащенко Л. О. Збалансованість економічних інтересів: інноваційні напрями державного і корпоративного стратегічного управління : монографія. Київ : ЦУЛ, 2009. 294 с.
126. Рамперсанд Х. Универсальная система показателей: Как достигать результатов, сохраняя целостность. Москва : Альпина Бизнес Букс, 2006. 352 с.
127. Стадник В. В., Замазій О. В. Проблеми інтеграцій суб'єктів господарювання в умовах перехідної економіки. Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. 2003. № 2, Т.1. С. 38-42.
128. Kaplan R.S., Atkinson A. A. Advansit Manadgmt Accouting. Upper Saddle Rivers New Gersey a Prentice Hall, 2001. 379 p.
129. Чентуков Ю.І. Стратегічна інтеграція підприємств як нова парадигма організаційного розвитку промислових комплексів. Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі. Серія: Економічні науки. 2011. № 5. С. 119-123.
130. Македон В.В. Вплив європейської моделі корпоративного управління на процеси злиттів та поглинань компаній в Україні. Науковий вісник Волинського національного університету ім. Лесі Українки. 2009. № 3. С. 350-356.

РОЗДІЛ 4

МЕТОДОЛОГІЯ СТВОРЕННЯ І ФУНКЦІОНУВАННЯ КОРПОРАТИВНИХ СТРУКТУР ПІДПРИЄМСТВ В РЕЗУЛЬТАТІ ІНТЕГРАЦІЙНОЇ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ

4.1. Організаційно-економічне моделювання процесу створення інтеграційних структур підприємств

Майбутнє інтеграційної структури, ефективність її роботи залежить від вдало укладених угод злиття і поглинання промислових підприємств та виконання проекту інтеграційної реструктуризації при обранні можливих партнерів. Діяльність, яка залежить від сукупності економічних факторів, новоствореної інтеграційної структури (узгодження корпоративних культур, відповідність цілей та ін.) стає наслідком утворення проблеми узгодженості між підприємством-покупцем та підприємством-метою. Фактором сумісності підприємств-партнерів виступають вкладені в інтеграційне формування спільні ресурси. Принциповим методичним підходом, визначеним в роботах [1, 2, 3, 4, 5, 6, 7] є те, що організаційно-економічна структура новоутворення в результаті інтеграції підприємств та апарат її управління залежить від інвестування в інтеграційний проект перетворення промислових підприємств. Шляхом з'єднання окремих самостійних бізнес-одиниць утворюється структура, у якій з'являється нова організаційна форма діяльності – інтеграційна структура підприємств (ІСП). Якщо підприємства об'єднуються таким способом, то вони мають бути згруповані за принципом виробничих підрозділів за продуктами, групами споживачів, за місцем розташування [8].

Існування серед суб'єктів господарювання різних організаційних форм об'єднань при реструктуризації супроводжуються варіацією видів організаційного устрою. Використання економіко-математичних моделей

дасть можливість здійснити оцінку результативності від того чи іншого проекту інтеграційної реструктуризації.

Вид господарської діяльності підприємства, кількість суб'єктів, що брали участь в об'єднанні, поширення господарської діяльності на нові сфери виробництва і послуг – все це фактори, від яких залежить обрана структура (рис. 4.1.).

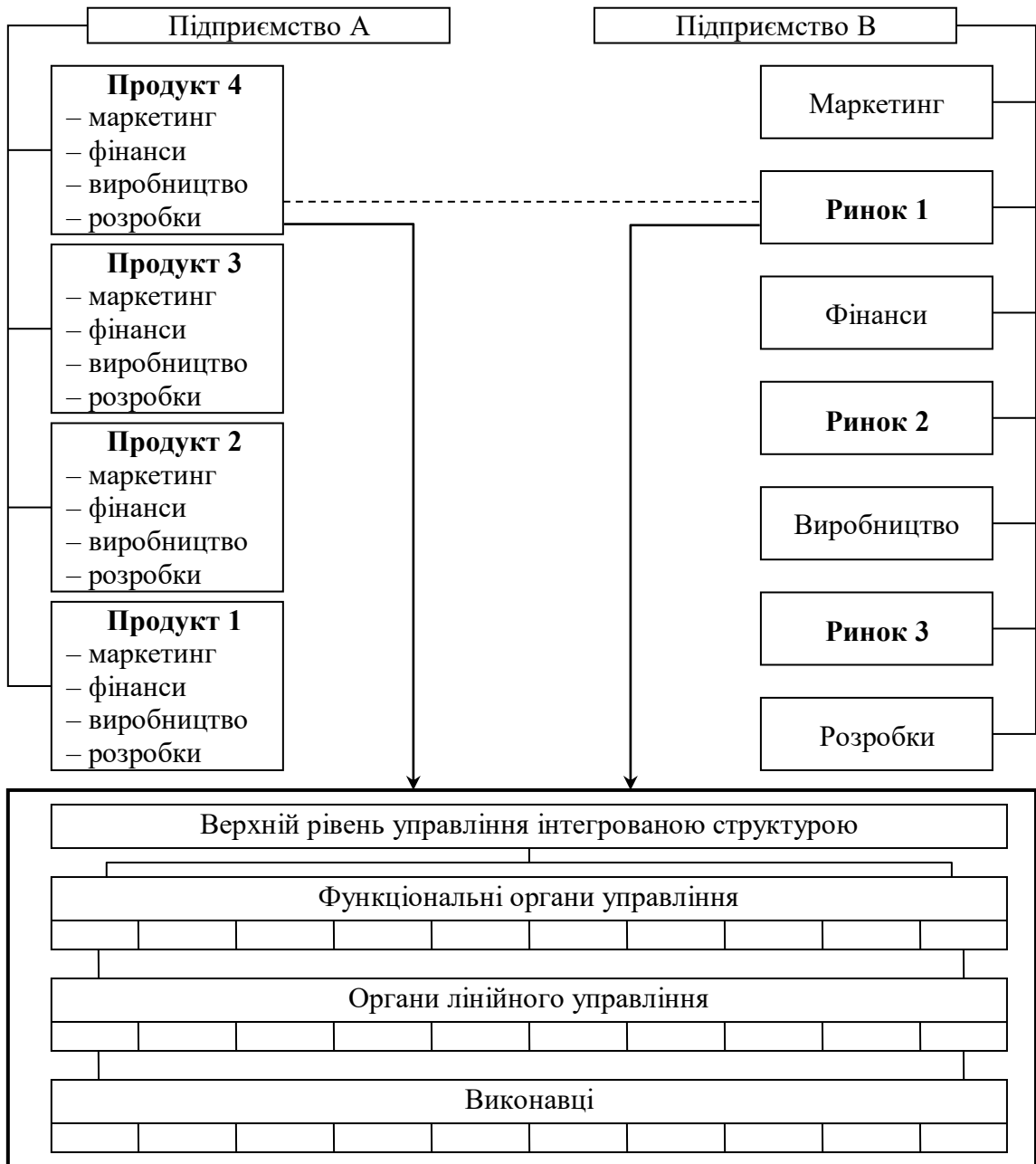


Рис. 4.1. Схема формування організаційної структури інтеграційного об'єднання підприємств (Підприємство А – поглинач, Підприємство В – мета)

Джерело: Авторська розробка

Комплекс можливостей будь-якого інтеграційного утворення у загальному вигляді можна представити вкладеною підприємствами-учасниками сукупністю ресурсів:

$$P = P_A + P_B = \sum_{j_A=1}^{J_A} Q_{j_A} + \sum_{j_B=J_{A+1}}^{J_B} Q_{j_B}, \quad (4.1)$$

де P – сукупність можливостей (економічних, виробничих, науково-технічних, фінансових, матеріальних) об'єднаного утворення;

P_A і P_B – обсяг ресурсів, які підприємства A і B вносять до інтеграційної структури;

Q_j – чисельність ресурсів кожного j -го виду (у грошовому вираженні);

$j_A = \overline{1, J_A}$, $j_B = \overline{J_{A+1}, J_B}$; J_A і J_B – загальний обсяг внесених ресурсів підприємствами A і B .

За цією формулою можна проаналізувати вартість вкладених ресурсів двома об'єднаними суб'єктами господарювання, але не дає можливість оцінити результативність їх використання.

За умови раціонального поєднання ресурсів інтеграційних бізнес-одиниць підвищується ефективність господарської діяльності об'єднаного підприємства з виробництва i -го виду продукту. Кожне підприємство, яке приймало участь в об'єднанні, вкладало свої ресурси у новостворену інтеграційну структуру. Тому виникає необхідність створення умов для суміщення цих ресурсів.

Сукупність ресурсів підприємств A і B можемо представити за допомогою використання апарату теорії множин [9]:

$$\begin{aligned} R_A &= \{R_1, R_2, \dots, R_{K+1}, \dots, R_K\}, \\ R_B &= \{R_1, R_2, \dots, R_{N+1}, \dots, R_N\}, \end{aligned} \quad (4.2)$$

де R_A і R_B – сукупність наявних ресурсів у розпорядженні підприємств A і B ;

R_k – ресурс k -го призначення;

$k = \overline{1, K}$; K – весь обсяг ресурсів підприємства A ;

R_n – ресурс n -го призначення;

$n = \overline{1, N}$; N – весь обсяг ресурсів підприємства B .

Але підприємствами в об'єднану структуру вкладається лише та частина ресурсів, яка узгоджена в договорі, і потрібна для проведення виробничої діяльності. Тоді вищенаведена формула матиме такий вигляд:

$$\begin{aligned} R_A &= \{R_1, R_2, \dots, R_k\}, \\ R_B &= \{R_1, R_2, \dots, R_n\}, \end{aligned} \quad (4.3)$$

де R_A і R_B – сукупність наявних ресурсів у розпорядженні підприємств A і B .

На нашу думку, потрібно ввести множини ресурсів інтеграційної структури підприємств:

$$R_{СП} = \{R_1, R_2, \dots, R_s\}, \quad (4.4)$$

де $R_{СП}$ – сукупність ресурсів в об'єднаній структурі підприємства;

R_s – ресурси, які можуть бути використані для виробничої діяльності об'єднаного утворення;

$s = \overline{1, S}$; S – загальний обсяг ресурсів для виробництва i -го продукту.

Сумісність ресурсів інтегрованих бізнес-одиниць, за нашими переконаннями, слід представити у вигляді схеми (рис. 4.2.)

До множини ресурсів ($R_{СП}$), необхідних для виготовлення i -го виробу, включені взаємоприйнятні, корисні ресурси. Ця особливість покладена в основу визначення сумісності учасників корпоративного об'єднання. Ефективна господарська діяльність інтегрованого утворення залежить від сукупності ресурсів, склад яких може бути змінений у зв'язку зі змінами умов внутрішнього і зовнішнього середовищ. При виконанні нижченаведеної умови, має сенс існування інтеграційної структури:

$$R_A \in R_{СП},$$

$$R_B \in R_{СП}. \quad (4.5)$$

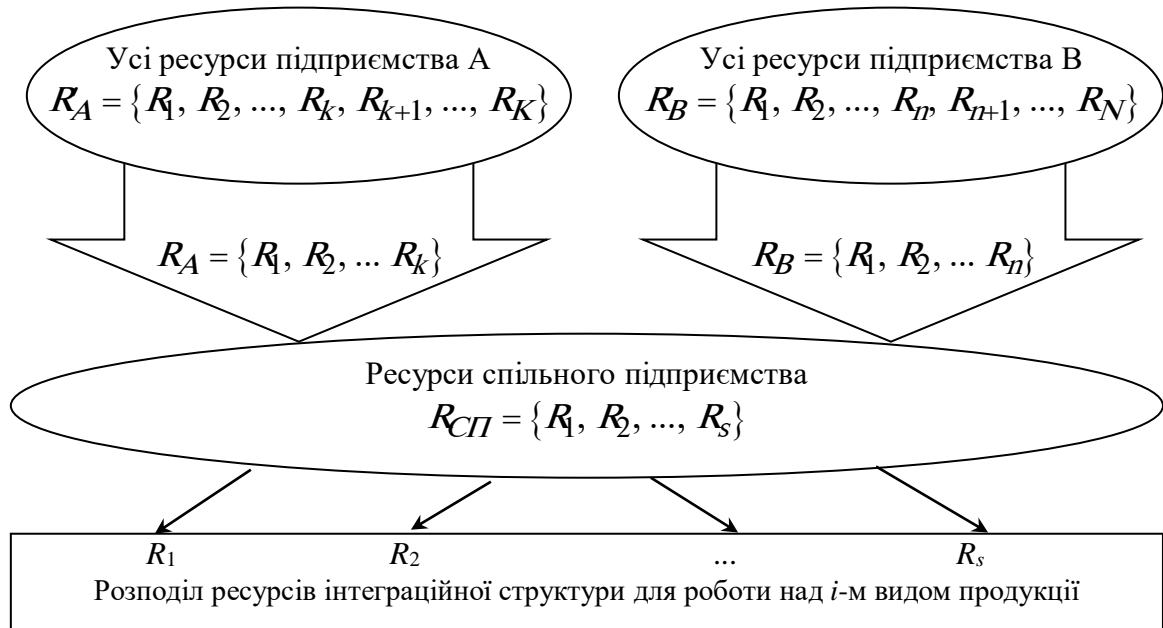


Рис. 4.2. Формування ресурсної бази для i -го виду продукції (послуги) інтеграційної структури підприємств

Джерело: Авторська розробка

Якщо умови не виконуються, то інтегрованими підприємствами виноситься на розгляд питання про зупинку процесу виробництва i -го виробу та запровадження інновацій у виробництво.

Характеристики системи:

N_i – виробнича програма i -го виду відповідно номенклатурі (стала величина, яка досліджується за кожен одиницю часу).

Кількість виготовленої продукції дорівнює такому ж обсягу її реалізації.

Формулу слід доповнити показниками [9]:

– період прогнозування (T_2);

– попередній період часу (T_1) ($T_1 = T_2$);

– тривалість часу, яка необхідна для перебудови режиму роботи інтеграційної структури підприємства;

– період часу для внесення змін з урахуванням трансформації зовнішнього середовища, зберігаючи конкурентоспроможність інтегрованого утворення (T_n);

– період пасивності попиту (T_{ic}) (рис. 4.3.).

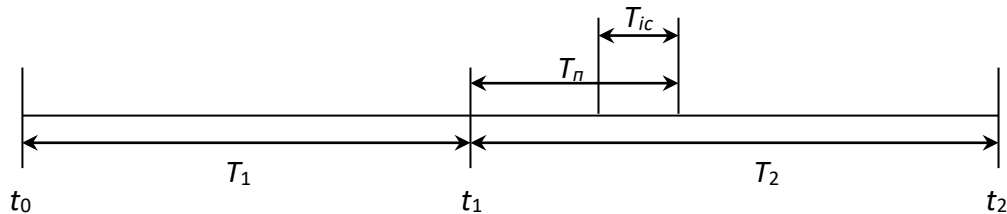


Рис. 4.3. Вісь інтервалів часу

Джерело: Авторська розробка

Час, який витрачається на зміну режиму роботи (T_n), повинен бути меншим за період прогнозування (T_2):

$$T_n > T_2, T_n \rightarrow \min. \quad (4.6)$$

Якщо прогнозований попит знижується, стає необхідним визначення режиму роботи інтеграційної структури та вибір стратегії переходу на цей режим. Іншими словами, визначити майбутню потребу обсягу збуту на i -й вид продукції в кожен момент часу, порівнюючи з фактичним попитом:

$$P_{cT_2} = P_{cT_1} - \Delta P_c. \quad (4.7)$$

На думку автора, доречно ввести обмеження, які стосуються інтегрованого утворення. Вони полягають в наступному:

- виготовлення одного виду продукції;
- здійснення беззбиткової діяльності;
- оперативне реагування системи на зміну попиту;
- структура попиту змінюється один раз за аналізований період;
- існування прямої залежності між попитом і витратами на маркетинг.

Ми вважаємо, що доцільно визначити стратегічну мету функціонування інтеграційної структури шляхом реструктуризації. Так як діяльність більшості господарюючих суб'єктів спрямована на отримання прибутку, то нами припускається, що стратегічна мета інтеграційної системи – максимізація прибутку:

$$P = (P_A + P_B) = (k_A P + k_B P) \rightarrow \max, \quad (4.8)$$

де P – обсяг прибутку інтеграційного підприємства, який було прогнозовано;

P_A і P_B – розподілені частки прибутків, залежно від пайових внесків партнерів до інтеграційної структури;

k_A і k_B – вагові коефіцієнти, за якими розподіляється частка прибутку між партнерами у випадку реструктуризації інтеграційної структури.

Другим кроком, після визначення мети, стає вибір стратегії діяльності інтегрованої структури. Одночасно з цим, формується ресурсна база, яка у своїй структурі має вкладення учасників угоди.

Враховуються отримані дані про зміну величини попиту. Якщо умова доречності та сумісності ресурсів за результатами прогнозованого попиту задовольняється за період T_2 , тоді розраховується обсяг передбачуваного прибутку P_{T_2} .

Отриманий показник, від встановленого підприємством мінімального нормативного значення, не повинен бути меншим:

$$P_{T_2} \geq P_{\text{доп}} \quad (4.9)$$

де $P_{\text{доп}}$ – допустиме значення прибутку на i -ий вид продукції, при якому господарська діяльність об'єднаного утворення може продовжуватись

Теоретично $P_{\text{доп}}$ може набувати будь-яких невід'ємних значень [10]:

$$P_{\text{доп}} \in [0, +\infty]. \quad (4.10)$$

Отже, підприємство має можливість обрати нульовий прибуток (прибуток у точці беззбитковості) як допустиму величину. Ефективність господарської діяльності об'єднаного утворення викликає сумніви, якщо $P_{T_2} \geq P_{доп}$. Якщо в результаті маркетингових досліджень виявляються причини зниження попиту, тоді виникає потреба у перегляді перерозподілу ресурсів з метою пошуку шляхів підвищення величини попиту на виготовлену продукцію.

Використання маркетингових інструментів, за умови наявних ресурсів, можливе збільшення обсягу прибутку $P_{T_2} \geq P_{доп}$.

Проводиться перевірка умови достатності і сумісності ресурсів; здійснюється переоцінка можливостей інтеграційного утворення. При невиконання даної умови, виготовлення продукції припиняється з метою уникнення підприємством збитків. Таким чином, у зв'язку з припиненням виготовлення продукції певного виду, вивільняються ресурси, які можна використати на виробництво нової продукції.

За умови $P_{T_2} \geq P_{доп}$ підприємству збитковість зводиться до мінімуму або взагалі відсутня, але виникає необхідність розробки стратегії зміни режиму роботи. Для підприємства наслідками реалізації цієї стратегії можуть бути витрати на ринкові заходи по розвитку (реклама, стимулювання збуту, пошук каналів розподілу).

Водночас об'єднані бізнес-одиниці витрачають грошові кошти (C_n) на здійснення змін, пов'язаних з падінням попиту, на заходи адаптації до трансформацій зовнішнього середовища:

$$C_n = \Delta P_c \times (D_i - C_i + C_{xi}) + C_M + C_d, \quad (4.11)$$

де D_i – доход отриманий від продажу i -го виду продукції;

C_i , – собівартість i -го виду продукції;

C_{xi} – витрати пов'язані із зберіганням не проданої i -ї одиниці внаслідок падіння попиту на неї;

C_m – витрати на маркетингові заходи для підвищення попиту на продукцію;

C_d – витрати на перехід до нового режиму роботи.

У період часу, який витрачається на зміну режиму роботи (T_n), витрати на проведення маркетингових заходів вважаються «природними» втратами. Ці вкладені кошти не спрямовані на підвищення рівня попиту на продукцію підприємства. Ріст попиту починається за умови певних обсягів видатків на маркетинг та закінчення періоду пасивності попиту (T_{in}). Щоб зменшити тривалість пасивності попиту, необхідно скласти бюджет на маркетингові заходи.

Видатки на маркетинг для i -го виду продукції за певний проміжок часу нами зображено у вигляді блок-схеми (рис. 4.4.). Згідно представленої схеми витрати розподіляються за таким принципом: за кожен проміжок часу T розмір витрачених грошових коштів становить C_{MT} . Таким чином підприємство має можливість підвищити рівень попиту, збільшивши обсяг збуту на величину ΔN_T .

Наведена залежність бюджету маркетингу від рівня попиту показує наявність зони нечутливості попиту, ефективного маркетингу і насичення. Згідно з цим, нами введено показник загальних витрат на маркетингові заходи, завдяки яким підприємство може успішно виконати маркетингову програму (C_{min}) та показник загальних витрат на маркетингові заходи в період насичення, коли спостерігається ріст рівня попиту (C_{max}) [11].

Крім вищезазначених величин, на нашу думку, потрібно ввести в блок-схему такі:

– ΔN^K – значне зростання рівня попиту, коли видатки на маркетинг не дають очікуваного результату;

– N^U – цільовий, постійний рівень попиту за будь-який проміжок часу (T);

– N_{T-1}^Φ – дійсний попит у попередній період.

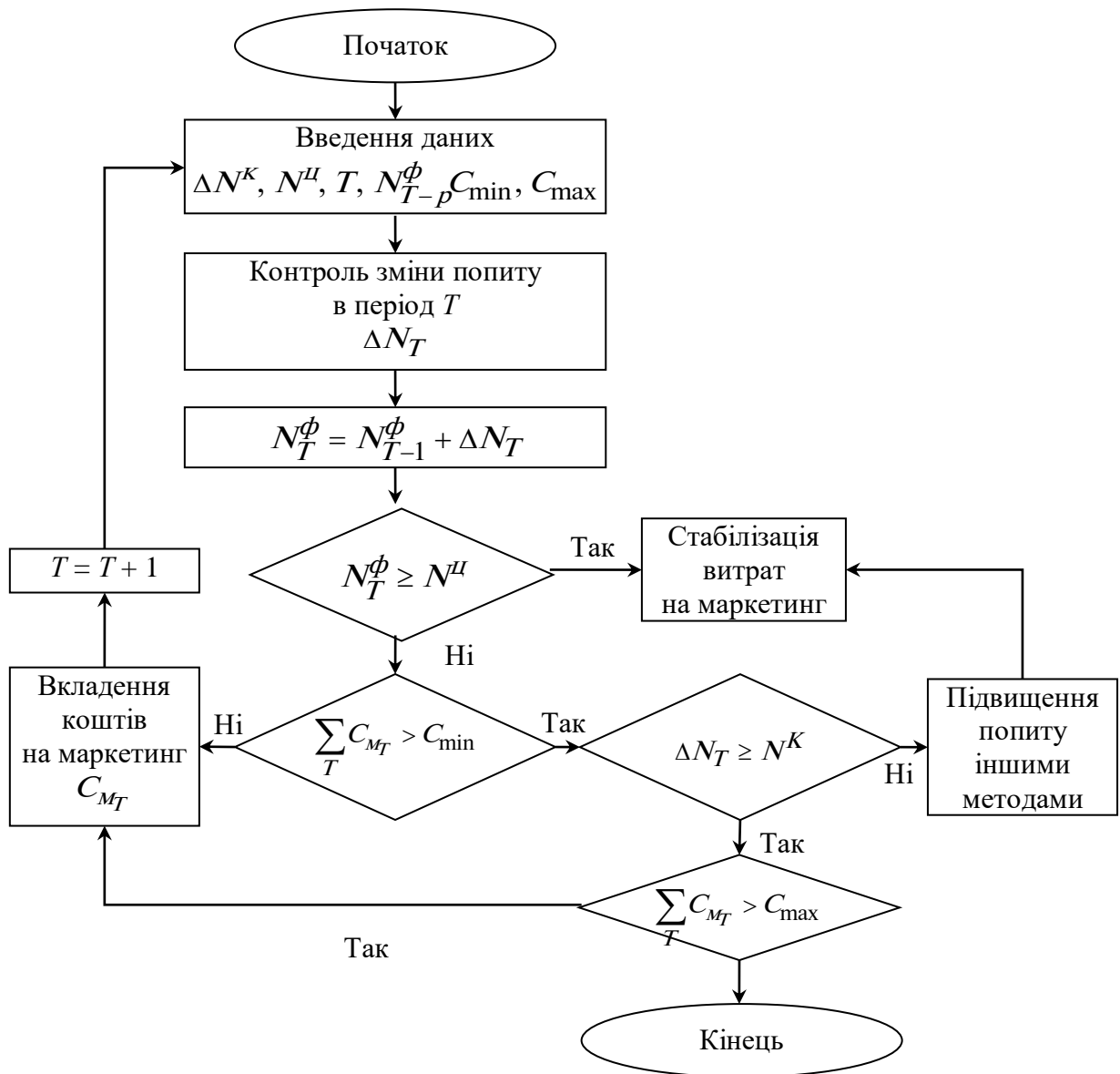


Рис. 4.4. Блок-схема регулювання попиту за допомогою управління витратами на маркетинг у підприємства

Джерело: Авторська розробка

Розрахунок величини ΔN_T та ретельний аналіз зміни попиту здійснюється впродовж кожного періоду T . Не витратити кошти на маркетингові заходи необхідно, якщо за певний період часу фактичний рівень попиту більший або дорівнює цільовому рівню попиту ($N_{T-1}^{\Phi} \geq N^{\text{ц}}$).

Аналіз загальних витрат проводиться тоді, коли ще не було досягнуто цільового рівня попиту.

Якщо підприємство не зазнало мінімальних витрат:

$$\sum_T C_{MT} > C_{\min}, \quad (4.12)$$

потрібно інвестувати в маркетинг з подальшим проведенням аналізу зміни рівня попиту в момент $T = T + 1$.

Перевірку ефективності мінімальних витрат необхідно проводити, коли їх мінімум був досягнутий. При невиконанні цієї умови надалі інвестування в маркетинг не слід проводити, так як це не дасть очікуваних результатів, та продовжувати вести пошук шляхів підвищення попиту.

Якщо вищезазначена умова виконується, тоді слід перевірити можливе перевищення видатків верхньої межі ефективності на ринкові заходи:

$$\sum_T C_{MT} > C_{\max}. \quad (4.13)$$

Не припиняти інвестування в маркетинг, якщо умова виконується. Алгоритм вирішення задачі вважається завершеним, якщо умова не виконується. В даному випадку величина витрат на маркетингові заходи впродовж досліджуваного періоду часу дорівнює бюджету маркетингу. Бюджет маркетингу (B_{MT_1}) протягом часу (T_1) представлено у вигляді:

$$B_{MT_1} = \sum_{t=t_0}^{t_1} C_{Mt}, \quad (4.14)$$

де C_{Mt} – грошові видатки спрямовані на маркетинг у кожен момент часу t ;

t_0 і t_1 – початок (t_0) і закінчення (t_1) періоду T_1 .

На період прогнозування (T_2) бюджет маркетингу становить:

$$B_{MT_2} = \sum_{t=t_0}^{t_1} C_{Mt} + \Delta C_M, \quad (4.15)$$

де ΔC_M – приріст видатків на маркетингові заходи, якщо рівень попиту зменшиться (ΔP_c).

Залежність між фінансовим станом, стратегією підприємства та величиною приросту витрат прямопропорційна. Складання виробничої програми на перспективу для інтервалу прогнозування (T_2) відбувається при підготовці плану збуту. За умови, що всі показники (крім показника обсягів реалізації) діяльності інтеграційної структури залишились такими ж, тоді, зважаючи на новий рівень попиту, нами пропонується скоригувати функцію виробничої програми на перспективу лише на цей показник:

$$N_{iT_2}^{IP} = N_{iT_1}^{IP} - \Delta\Pi_c + \Delta\Pi_{cT_2}, \quad \Delta\Pi_{cT_2} = f(\Delta C_{Mi}), \quad (4.16)$$

де $N_{iT_1}^{IP}$ і $N_{iT_2}^{IP}$ – виробнича програма на перспективу для часових періодів T_1 і T_2 ;

$\Delta\Pi_{cT_2}$ – прогнозований приріст рівня попиту з врахуванням витрат на маркетингові заходи.

На основі виробничої програми на перспективу розробляється план виробництва. На базі плану складається номінальна виробнича програма, в якій враховано стратегічну мету, наявні ресурси, якими розпоряджається об'єднане утворення підприємств [12]. Враховуючи процес реструктуризації, нами розроблено економіко-математичну модель організації та діяльності інтегрованих суб'єктів господарювання (рис. 4.5.).

Нами було визначено, що основна мета функціонування об'єднаних бізнес-одиниць – максимізація прибутку, то цільова функція матиме вигляд:

$$P_i = (D_i - C_i) \times N_i \rightarrow \max, \quad (4.17)$$

де D_i – доход від продажу i -го виду продукції;

C_i – загальний обсяг витрат на виготовлення i -го виду продукції;

N_i – обсяг збуту i -го виду продукції;

враховуючи обмеження: $L_{ij}N_j \leq M_j$ і $N_i^{\min} \leq N_i^H \leq N_i^{IP}$,

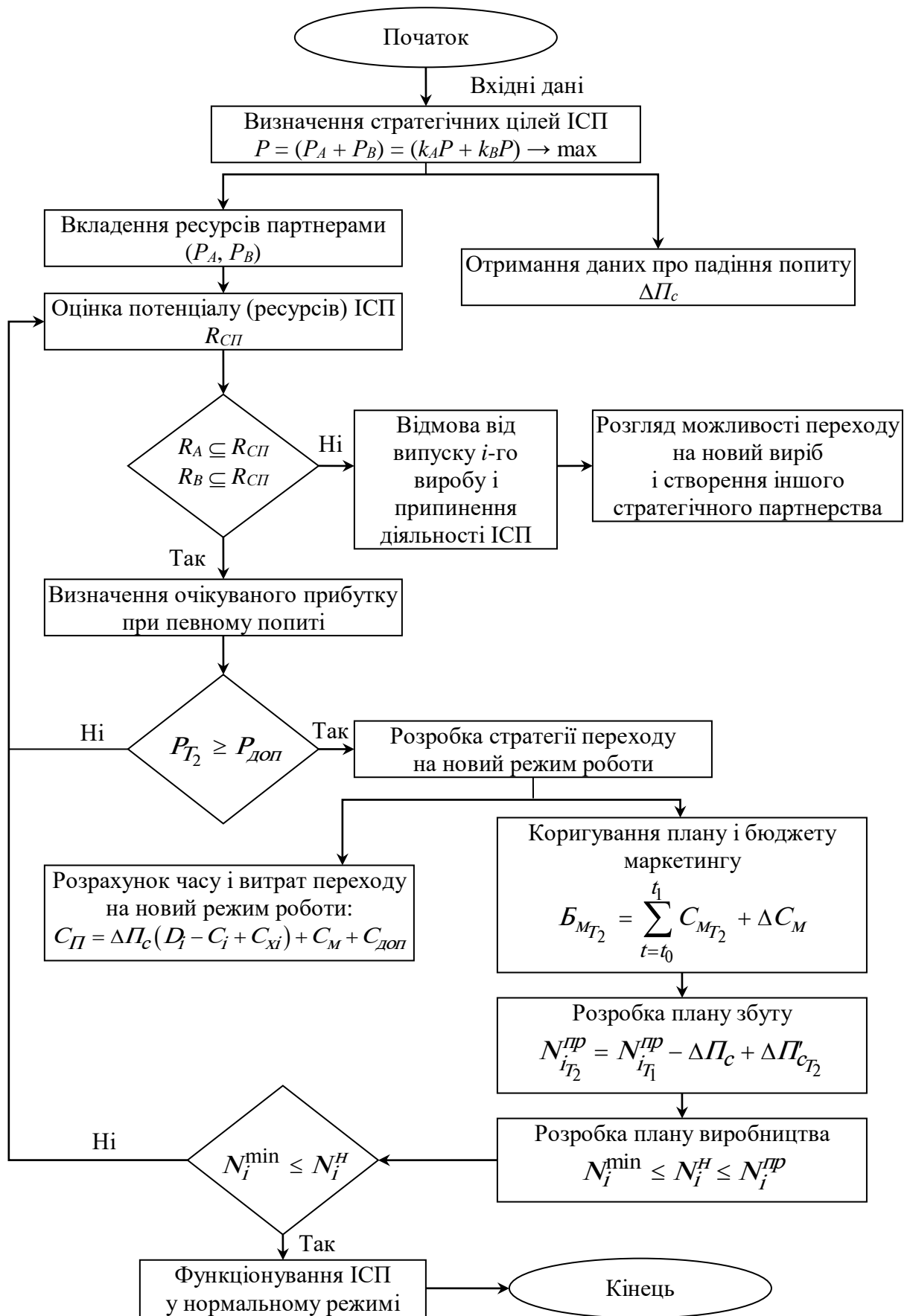


Рис. 4.5. Структурна схема організаційної моделі управління виробничо-господарською діяльністю інтеграційної структури підприємств
Джерело: Авторська розробка

де L_{ij} – витрати на виробництво i -го виду продукції j -го виду ресурсів;

M_j – норма витрат j -го виду ресурсів;

N_i^H – номінальний обсяг випуску;

N_i^{\min} – вигідний підприємству мінімальний обсяг випуску;

N_i^{TP} – виробнича програма на перспективу з визначеним обсягом виробництва продукції i -го виду, яку можна продати.

Зниження рівня попиту спровокує зменшення обсягів виробництва у періоді T_2 , порівняно з періодом T_1 . Тому потрібно перевірити умову:

$$N_i^{\min} \leq N_i^{TP}. \quad (4.18)$$

Господарська діяльність інтеграційної структури підприємств буде рентабельною або беззбитковою при виконанні вищенаведеної умови. Це дасть можливість працювати в нормальному режимі. Необхідність перегляду сукупності ресурсів для виготовлення i -го виду продукції в об'єднаному утворенні виникає тоді, коли мова не виконується.

З метою прийняття раціональних управлінських рішень потрібно в процесі управління інтеграційною структурою здійснити детальне дослідження фінансової та виробничої діяльності. Ці заходи проводяться для перевірки результатів діяльності та пошуку методів підвищення ефективності функціонування.

Дослідження проводиться за різні періоди часу. Аналіз в ці періоди проводиться з використанням основних фінансових показників роботи підприємств. Отримані результати також порівнюються з плановою величиною кожного показника.

Утворення відхилень спричинених багатьма факторами шляхом порівнянь неминуче. Тому проаналізувати правильність обраної стратегії розвитку підприємств залежить від виявлення цих факторів. Від залучення і використання сукупності ресурсів залежить виробничо-фінансова діяльність підприємства. Метою проведення цієї діяльності є отримання бажаних

фінансових результатів. При поширенні господарської діяльності на нові сфери важливу роль відіграє правильний вибір ресурсів, від якого залежить ефективність функціонування підприємства. На рівні стратегічного управління проводиться вибір ресурсів, способи їх залучення та розміщення.

Здійснити оцінку ефективності діяльності підприємства можливо за допомогою проведення контрольних заходів щодо господарсько-виробничої діяльності підприємства. На нашу думку, в ролі показника економічного ефекту слід використати прибуток підприємства за досліджуваний період:

$$E = D - C, \quad (4.19)$$

де D – загальний дохід від продажу продукції підприємства;

C – загальні витрати на діяльність підприємства.

Визначення дієвості обраної стратегії розвитку підприємства здійснюється шляхом порівняння розрахованого показника ефективності з плановим значенням діяльності інтеграційної структури підприємства. Такі обчислення проводяться через певні інтервали часу.

Перед використанням господарюючими суб'єктами запропонованих методик і алгоритмів необхідно проаналізувати результативність рекомендованих нововведень.

Етапи організації та реструктуризації підприємств, відображені у базовій схемі, дають можливість провести аналіз економічного стану підприємства. При цьому досліджується його організаційна структура та можливі перехідні стратегії. Аналіз витрат і проблем переходу на новий рівень в майбутніх періодах можливо провести за допомогою конкретизованих характерних ознак кожної організаційної структури та перехідної стратегії. Такі заходи дають можливість мінімізувати ризики при використанні неправильної стратегії розвитку підприємства [13]. Внаслідок зменшення витрат від малоефективного інвестування ресурсів та збільшенні обсягу прибутку підвищиться ефективність господарської діяльності підприємства на величину ΔE :

$$E_1 = E_0 + \Delta E, \quad (4.20)$$

де E_0 і E_1 – результативність функціонування підприємства до і після застосування рекомендованої методології.

Розвиток інтеграційних структур представлений чотирма етапами: постачання, виробництво, збут та інновації. На цих етапах запропонована система поглядів виступає методичною рекомендацією для утворення об'єднаних структур, які виготовляють i -й вид продукції.

Завдяки реалізації запропонованої методичної розробки є можливість збільшити результативність роботи підприємства. Підвищення ефективності проводиться шляхом покращення конкурентоздатності підприємства в ринковому середовищі, досягнення синергетичного ефекту від об'єднання, економії ресурсів, розподілу ризиків, прискорення диверсифікації, використання потенціалу підприємства, збільшення достатньої кількості надійної інформації про зовнішнє середовище.

З проблемою недостатності, недостовірності інформації про зовнішнє середовище підприємство зустрічається на всіх етапах своєї господарської діяльності.

В процесі функціонування інтеграційні структури також зустрічаються з певними труднощами. Вони призводять до зниження ефективності діяльності. Сукупність проблем поділено на дві групи [14, 15]:

1. Взаємовідносини з партнерами:

- постачання до об'єднаних бізнес-одиниць неякісних ресурсів;
- невиконання умов договорів;
- відсутність взаємної довіри між партнерами;
- невідповідність цілям підприємства і партнера;
- тотальний контроль з боку партнера.

2. Негативні наслідки об'єднання:

- не вигідне положення підприємства на ринку;
- невпорядкованість дій;
- уповільнення впровадження інновацій;

- втрата гнучкості підприємства в стратегічному плані;
- зміни у функціонуванні невизначеності зовнішнього середовища.

Зміни в ефективності діяльності об'єднаних підприємств на величину ΔE відбуваються завдяки використанню запропонованої концепції. ΔE визначається за формулою:

$$\Delta T = \Delta P_{ПЗ} + \Delta P_{ПВ} + \Delta P_{ПЗ} + \Delta P_{Р} + \Delta P_{Ні} - \Delta C_{ВП} - \Delta C_{НП} \quad (4.21)$$

де $\Delta P_{ПЗ}$ – збільшення обсягів прибутку внаслідок зростання ефективності організації збуту;

$\Delta P_{ПВ}$ – збільшення обсягів прибутку внаслідок зростання ефективності організації виробництва;

$\Delta P_{ПЗ}$ – збільшення обсягів прибутку внаслідок зростання ефективності організації постачання підприємству необхідних ресурсів;

$\Delta P_{Р}$ – збільшення обсягів прибутку внаслідок зростання ефективності організації розподілу готової продукції;

$\Delta P_{Ні}$ – збільшення обсягів прибутку внаслідок зростання ефективності організації інноваційної діяльності;

$\Delta C_{ВП}$ – зростання обсягів витрат внаслідок погіршення відносин із партнерами інтеграційної структури;

$\Delta C_{НП}$ – зростання обсягів витрат внаслідок негативних наслідків після об'єднання.

Якщо підприємство проводитиме інтеграційну реструктуризацію шляхом злиття або поглинання і обере неправильно мету, то витрати $\Delta C_{ВП}$ і $\Delta C_{НП}$ можуть досягти максимального значення. Якщо спосіб об'єднання бізнес-одиниць підприємство обере вірно, то витрати будуть наближені до нуля, що стане наслідком підвищення ефективності діяльності підприємства:

$$\begin{aligned} \Delta C &\rightarrow 0, \\ \Delta E &\rightarrow \max. \end{aligned} \quad (4.22)$$

Якщо мета для об'єднання структури методом злиття чи поглинання буде обрана правильно, то підприємство матиме більше можливостей для проведення ефективної господарської діяльності.

Систематичний аналіз перерозподілу ресурсів, які інвестовані підприємством-метою у інтегровану структуру, у перспективі має можливість забезпечити ефективне функціонування створеного об'єднання. Для організації та ефективної діяльності об'єданого утворення розроблено економіко-математичну модель. Знизити втрати, якщо ресурси розподілені нераціонально, можливо за рахунок контролю за їх використанням [16,].

Контролюючи обсяги прибутку за певний період часу, можна дослідити його тенденції. При невеликих обсягах виробничої програми, яку також враховано в алгоритмі, підприємству загрожує втрата прибутку. Якщо не використовувати запропонований алгоритм, то за період прогнозування (T_2), за умови зниженого попиту, ефективність господарсько-економічної діяльності:

$$E_{T_2} = D_{T_2} - C_{T_2} - C_{\Delta P_c}, \quad (4.23)$$

де D_{T_2} – обсяг доходу підприємства за прогнозований період (T_2) від продажу продукції;

C_{T_2} – загальні витрати на виготовлення та продаж продукції за період T_2 ;

$C_{\Delta P_c}$ – витрати інтеграційної структури, які виникли додатково в результаті падіння попиту.

При переході на поновлений режим роботи та застосовуючи вище запропонований алгоритм, ефективність об'єданого утворення бізнес-одиниць буде виражено формулою:

$$E'_{T_2} = D_{T_2} + \Delta P_{рес} + \Delta P_{зб} - C_{T_2} - C_{\pi}, \quad (4.24)$$

де $\Delta P_{зб}$ – зміни обсягу прибутку пов'язані з вкладанням додаткових грошових коштів у засоби стимулювання збуту;

$\Delta P_{рес}$ – зміни обсягу прибутку пов'язані з ефективним використанням вкладених ресурсів;

C_n – додаткові витрати пов'язані з переходом на новий спосіб роботи.

Буде вищим рівень ефективності інтеграційної структури та підтримання конкурентоспроможності підприємства з достатньою кількістю ресурсів за умови:

$$E'_{T_2} > E_{T_2}. \quad (4.25)$$

Інтеграційна структура, яка використовує стратегію диверсифікації, може впевнено запроваджувати у свою діяльність вищенаведені розробки. Це дозволить підприємству підвищити рівень ефективності свого функціонування.

Підприємствам, які починають розвивати та створювати структуру, пропонується використати базову схему етапів організації та перетворення. Використовуючи на початку своєї діяльності запропоновані класифікації структур та перехідні стратегії, підприємство має можливість розвивати свою виробничо-господарську діяльність згідно із вибраною метою.

Раціональність здійснення об'єднання бізнес-структур в єдину систему підтверджує аналіз показників кожного з вищенаведених етапів. Розглядаються також різновиди таких організаційних виробничо-господарських одиниць, які можуть бути приєднані до основної інтеграційної структури в залежності від мети проведення об'єднання [17, 18].

Для підприємств, які провадять свою господарську діяльність в галузі промисловості та добре обізнані на використанні спільних ресурсів, розроблено економіко-математичну модель інтеграційної реструктуризації. Якщо у прогнозах на перспективу передбачається зниження попиту і як наслідок – зменшення обсягів продаж у прогнозованому періоді порівняно з фактичним у певний момент часу. Тоді за допомогою цієї моделі можна дати характеристику режиму роботи об'єднаного утворення та вибрати стратегію переходу. Використання запропонованої моделі дасть можливість

підприємству працювати безбитково та здійснювати управління витратами на проведення маркетингових заходів, тим самим регулюючи попит. Як і окремі підприємства так і об'єднані мають на меті своєї діяльності максимізувати прибуток. Мобільність параметрів запропонованої моделі до потреб підприємства принцип алгоритму роботи не змінює.

4.2. Інноваційна концепція побудови реструктуризованої моделі діяльності підприємства

Важливою передумовою створення концепції моделі реструктуризації підприємства є дослідження зовнішніх та внутрішніх факторів, від яких залежить виробничо-господарська діяльність інтеграційної структури.

На функціонування інтеграційної структури, як показали дослідження, безпосередній вплив здійснює природа і суспільство. Новостворене об'єднане утворення постійно перебуває під його впливом. Взаємозв'язок дії зовнішнього середовища на об'єднану структуру зображено на рис. 4.6.

Автором дисертаційної роботи виявлено групи факторів, які мають вплив на інтеграційну структуру. Перша група: природні, кліматичні та екологічні. До складу другої групи увійшли такі фактори: постачальники та покупці. Вони через ринки ресурсів, товарів і послуг здійснюють прямий вплив на об'єднану структуру. Третя група включає кредитно-фінансові організації, інвесторів, які діють через фінансово-кредитні ринки. Четверта група – населення як трудові ресурси через ринки праці. Отже, на об'єднані бізнес-одиниці безпосередній вплив ринків відбувається через соціальні, ресурсні та політичні фактори. Зі свого боку держава має свої важелі впливу на інтеграційну структуру підприємства. Зокрема, через соціально-екологічні, ресурсні, ринкові, політичні фактори державного регулювання.

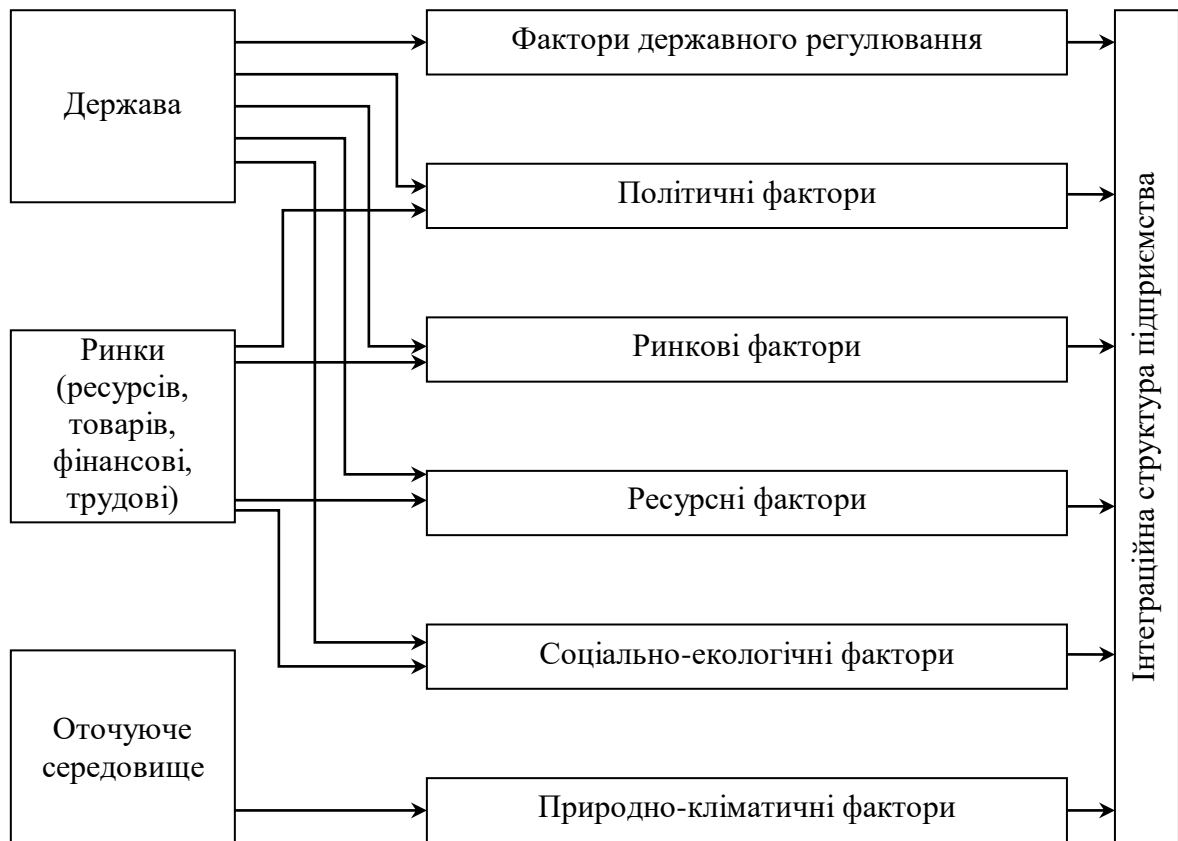


Рис. 4.6. Вплив зовнішнього середовища на інтеграційну структуру підприємства

Джерело: систематизовано автором за даними [19, 20]

З метою здійснення комплексного дослідження, нами проведено аналіз впливу зовнішніх факторів (природно-кліматичні, ресурсні, ринкові, соціально-екологічні, політичні та фактори державного регулювання) на діяльність об'єднаних структур. Взаємозв'язок впливу перелічених факторів на інтеграційну структуру подано на рис. 4.7.

Таку сукупність факторів як: клімат, сезонність, геофізичні, географічні, екологічні умови виробничо-господарської діяльності, кількість і доступність природних ресурсів нами об'єднано у групу природно-кліматичних факторів. На об'єднану структуру фактори здійснюють вагомий вплив [21]. Ці нові утворення підприємств характеризуються трансконтинентальністю і здатністю проводити діяльність у несприятливих природних умовах (добувні галузі народного господарства).

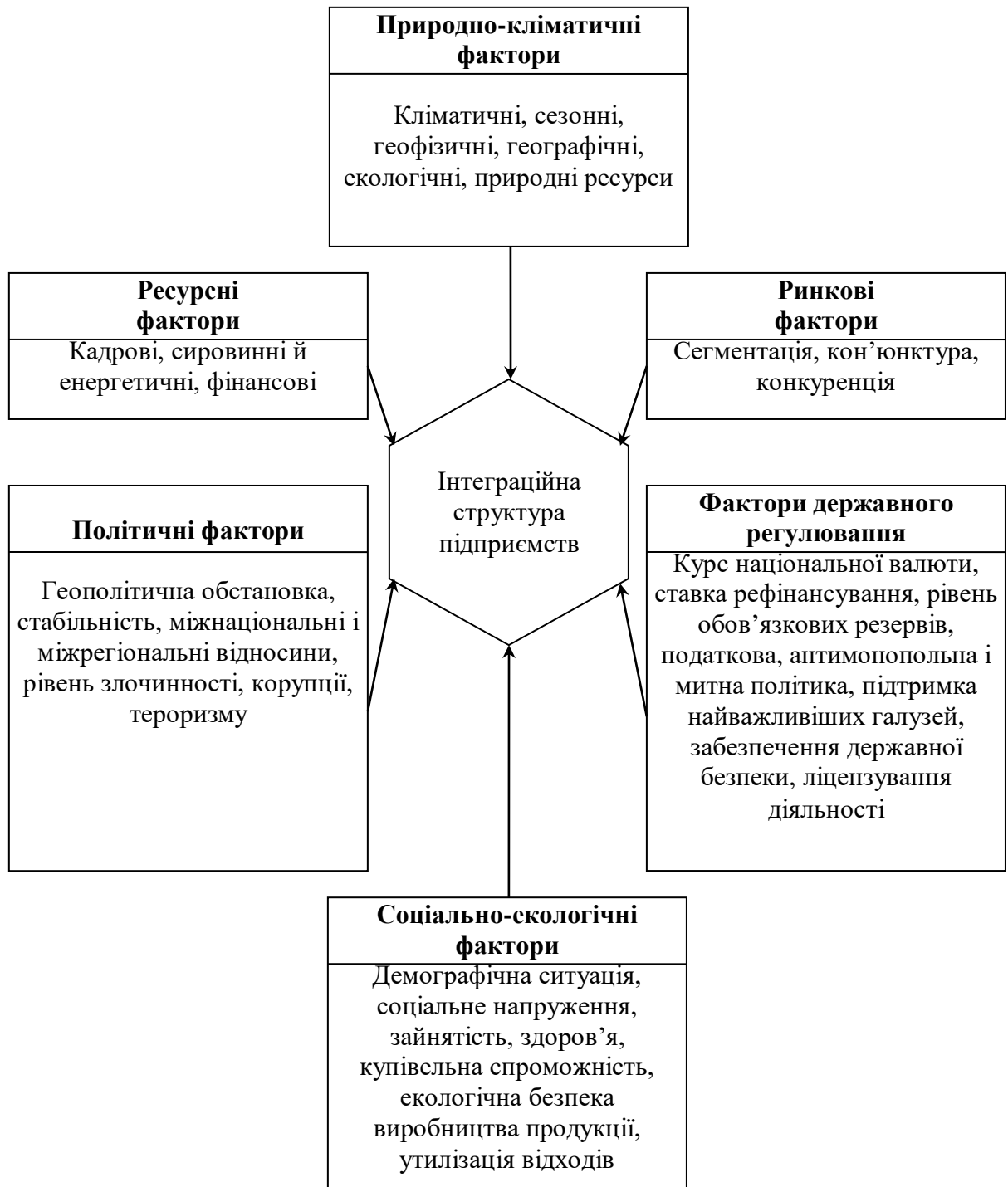


Рис. 4.7. Схема впливу груп зовнішніх факторів на інтеграційну структуру підприємства

Джерело: систематизовано автором за даними [22, 23, 24]

Значний вплив на функціонування об'єднаного утворення здійснюють внутрішні фактори, які ґрунтуються на їх взаємодії з господарюючими бізнес-одинацями. Взаємодія виявляється через взаємозв'язки, які мають

відповідні показники. На цих показниках базується прийняття управлінських рішень щодо організації та реорганізації підприємства.

Кожна група має такі основні показники [23, 25, 26]:

1. Матеріальні зв'язки:

– фондозабезпеченість виробництва – кількість наявних основних фондів (нестача призводить до порушення запланованих норм виробництва, надлишок – до зниження рівня ефективності виробництва, так як витрачаються грошові кошти на підтримання належного робочого стану основних засобів);

– стан основних виробничих фондів;

– завантаженість, ритмічність виробництва, виконання виробничих нормативів, якість виготовленої продукції залежить від наявності матеріальних ресурсів виробництва, обсягів та якості сировини, матеріалів, комплектуючих виробів, що в кінцевому підсумку відображається на економічних показниках функціонування підприємства;

– для реалізації інвестиційних проектів, стратегічних планів та досягнення мети необхідно випускати якісну продукцію, виконувати нормативи по випуску відповідних обсягів продукції та її якості згідно з вимогами споживчого попиту;

2. Виробничо-технологічні зв'язки:

– ступінь спеціалізації виробництва: при вузькій спеціалізації продуктивність суспільної праці знижується чи видозмінюється виготовлена продукція – все це має негативний вплив на об'єднання підприємств;

– ступінь технічної готовності виробництва – технічна здатність до виготовлення запланованої кількості продукції;

– ступінь забезпечення якості продукції – можливості виробництва виготовляти якісну продукцію;

– ступінь розміреності виробництва і поставок – узгодження між фактичним виготовленням продукції і поставками матеріальних ресурсів та поставленою метою;

– ступінь завантаження виробничих потужностей – при неповному завантаженні підприємство має можливість виробляти більші обсяги продукції;

– склад і структура технологічного та метрологічного обладнання – проведення оцінки технічної готовності та відновлення основних фондів;

– ступінь прогресивності технологій виробництва – між обсягом прибутку від продажу продукції та використанням нових технологій існує пряма залежність;

– стан транспортно-складського обслуговування – ступінь розвитку логістики у відповідності з динамікою обсягів виробництва продукції;

– ступінь технічного обслуговування і після продажного сервісу – забезпечення технічного обслуговування проданої продукції, після продажний сервіс допомагає зміцнити позиції підприємства на ринку, зібрати інформацію про якість та властивості випущеної продукції;

3. Фінансово-економічні зв'язки:

– фінансово-економічний стан інтеграційної структури та її елементів – порівняння фактичних показників із запланованими, джерело інформації для прийняття управлінських рішень, встановлення відповідності партнерів цілям діяльності інтеграційної структури;

– інвестиційна діяльність – можливості підприємства здійснювати інвестиційну діяльність, встановлення відповідності між інвестиційною діяльністю та цілями самої інтеграційної структури;

– стан обліку – достовірність, своєчасність та дотримання правил бухгалтерського, податкового, складського, фінансово-аналітичного обліків, на основі яких управлінці отримують інформацію та приймають відповідні рішення;

4. Інформаційні зв'язки:

– стан зміни зовнішнього середовища – аналіз отримання інформації щодо впливу зовнішнього середовища на функціонування інтеграційного об'єднання;

- показники рівня технологій – використання новітніх технічних та наукових розробок у рамках діяльності інтеграційної структури;

- стан кваліфікованості працівників – дослідження стану ринку праці, відповідності кваліфікації працівників займаним посадам;

- стан проведення спільних НДДКР, маркетингових заходів – встановлення доцільності їх використання у діяльності об'єднаного утворення та застосування в процесі розробки стратегії розвитку;

5. Управлінські зв'язки:

- ступінь впливу управлінських рішень – швидкість, достовірність та повнота прийнятих рішень керівниками підприємства;

- стан реагування на прийняті управлінські рішення – дослідження результатів від впроваджених рішень, швидкість реагування на зміни, мобільність у внесенні поправок, отримання інформації щодо відпрацювання кожного етапу управлінських рішень;

- кадровий стан роботи – організаційна структура працівників, рекрутинг, покращення якісних показників працівників, організація кадрової дисципліни

- тенденція показників щодо змін зовнішнього середовища – майстерність керівництва підприємства вчасно прийняти відповідні рішення за умови зміни стану зовнішнього середовища;

- показники ефективності управління процесами виробництва – виявлення відповідності прийнятих рішень керівниками щодо організації та управління виробничим процесом, відповідно до стратегічних і тактичних цілей об'єднаного утворення пошук методів реалізації виробничих завдань.

Представимо систематизовану класифікацію внутрішніх факторів, що визначають організацію та функціонування інтеграційної структури підприємств внаслідок реструктуризації (рис. 4.8).

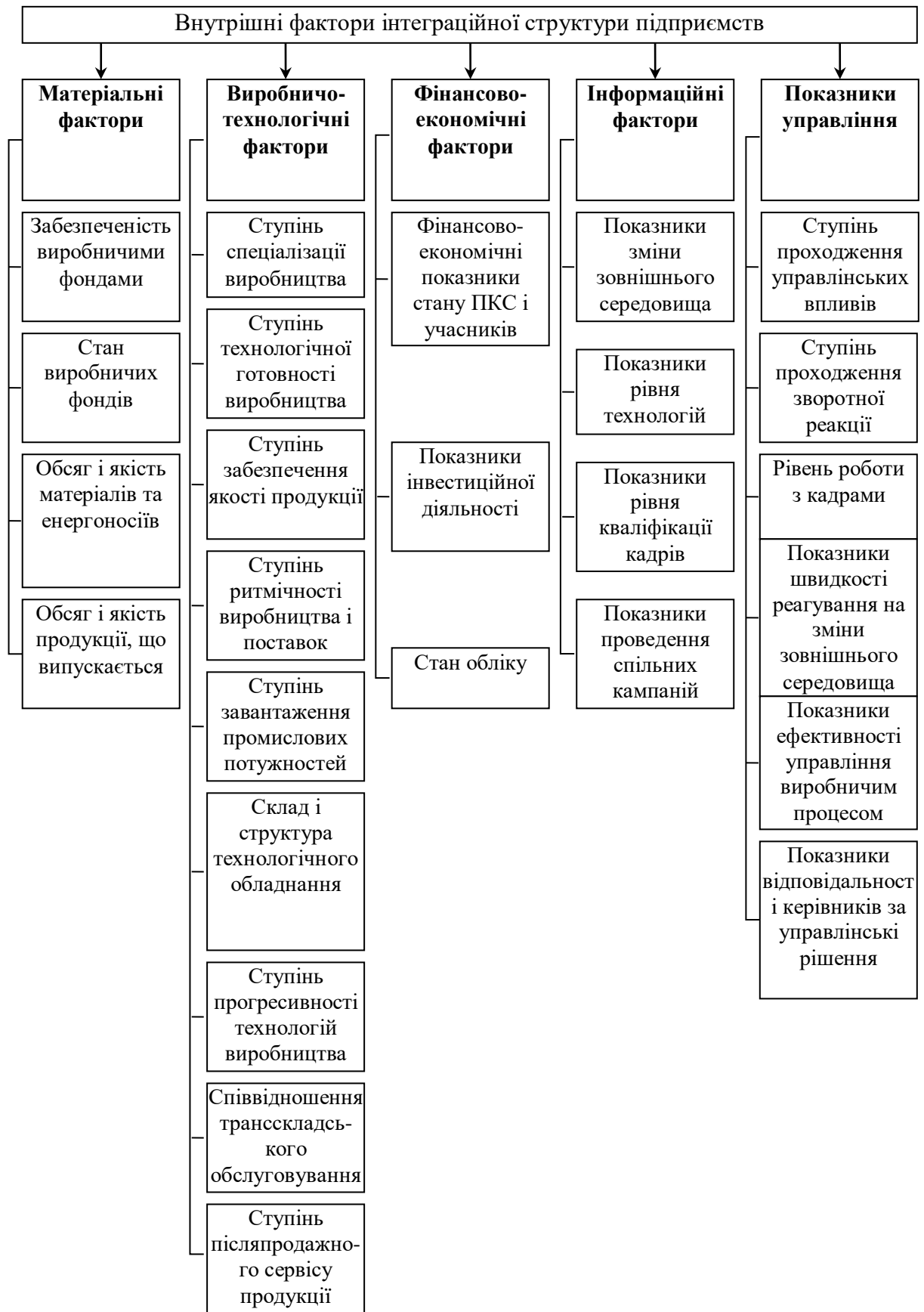


Рис. 4.8. Класифікація внутрішніх факторів, що визначають організацію та функціонування інтеграційної структури підприємств

Джерело: систематизовано автором за даними [27, 28]

Доцільним вважаємо дослідити принципи побудови системи критерій діяльності інтеграційної структури підприємств. Як зазначалось раніше, бізнес-одиниці різними способами і на різних умовах приєднуються до підприємства. Інтегровані господарюючі суб'єкти взаємодіють між собою як єдина система, в якій здійснюються операції матеріального, грошово-кредитного та інформаційного характеру.

Взаємодія між структурними елементами інтегрованого підприємства полягає у поставках сировини, матеріалів, комплектуючих виробів і напівфабрикатів, палива і електроенергії, надання консультаційних, маркетингових, рекламних, страхових послуг, проведення НДДКР.

Отже, в результаті взаємодії між бізнес-одиницями утворюється інтеграційно-організаційний зв'язок. Характер взаємодії встановлює розмірність зв'язку в натуральному або у грошовому вираженні [29]. Взаємозв'язок між елементами в об'єднаній структурі виражено через формулу:

$$S = \{s_1, \dots, s_j, \dots, s_r\} \quad (4.25)$$

де S – множина інтеграційно-організаційних зв'язків у структурі підприємства при реструктуризації;

s_j – конкретний інтеграційно-організаційний зв'язок;

r – кількість інтеграційно-організаційних зв'язків в інтеграційній структурі підприємств.

Будь-яке підприємство створюється для досягнення певної мети: надання послуг, виготовлення товарів, переробка сировини тощо. Для досягнення кінцевої мети складається план, який містить набір проміжних елементів, за допомогою яких господарюючий суб'єкт зможе досягти основної своєї мети.

Через показник ефективності (E) виражається результат досягнення мети. Ефективність – величина, яка визначається як відношення величини ефекту до величини витрат, пов'язаних з отриманням ефекту.

Динаміка ефективності за певний період часу показує тенденцію фінансово-економічних показників функціонування до і після об'єднання бізнес-одиниць в одну структуру. Крім того показник ефективності характеризує економічні зміни після здійснення реорганізації. Показники ефективності, на нашу думку, можна поділити на такі групи:

1. Виробничо-технологічна ефективність (E_n) – досягається шляхом підвищення показників якості виготовлення продукції: спеціалізація, ритмічність, завантаження, якість, постачання, економія сировини і матеріалів, склад, структура, обслуговування та ремонт обладнання, транспортно-складське забезпечення тощо;

2. Фінансово-економічна ефективність (E_ϕ) – досягається шляхом підвищення фінансових та економічних показників: розподіл інвестицій, надходження виручки від реалізації продукції, показники рентабельності і прибутковості різного характеру, вартість акцій і розмір дивідендів, рівень конкурентоспроможності тощо;

3. Соціально-екологічна ефективність (E_c) – досягається шляхом покращення суспільних показників: кількість робочих місць, рівень заробітної плати, стан безпеки виробництва, рівень соціального захисту працівників і членів їх сімей, значущість продукції, що випускається для суспільства, ступінь екологічної безпеки тощо;

4. Інформаційно-організаційна ефективність (E_i) – досягається шляхом покращення інформаційних і організаційних показників: ступінь інформованості про зміну зовнішніх факторів, рівень організації інформаційних потоків всередині підприємства, рівень кооперації (взаємодії) між господарюючими суб'єктами, ступінь гнучкості в прийнятті організаційних і управлінських рішень, ступінь готовності і сприйнятливості до впровадження новітніх досягнень і технологій тощо.

Отже, ефективність для підприємства буде вимірюватись сукупністю перелічених вище показників ефективності E_n , E_ϕ , E_c , E_i . В залежності від

того в якій галузі працює підприємство, та й ефективність матиме для цього суб'єкту господарювання вагоміше значення. Крім того, вони взаємозалежні:

$$E_{заг} = f(E_{п}, E_{ф}, E_{с}, E_i). \quad (4.27)$$

Якщо E_i – ефективність i -го ($i = 1, \dots, N$) підприємства до інтеграції, E_i^s – його ж ефективність після інтеграції, то $E = \sum_{i=1}^N E_i$ – загальна ефективність суб'єктів господарювання до проведення інтеграції, а $E^s = \sum_{i=1}^N E_i^s$ – після інтеграції за формою s . Виходячи з наведених виразів, доцільно здійснювати інтеграцію, якщо $E^s > E$. Це обов'язкова умова об'єднання.

Загальну ефективність від інтеграції нами позначено як $\Delta E_{заг}^s$ з умовою, що цей показник має складові елементи $\Delta E_{заг}^s$ кожної бізнес-одиниці, які об'єднані в одну структуру:

$$\Delta E_{заг}^s = \sum_{i=1}^N \Delta E_i^s. \quad (4.28)$$

Задовольнити i -е підприємство, що входить до складу інтеграційної структури, в отриманні додаткової ефективності за формою s матиме вигляд:

$$E_{заг}^s = E_i + \Delta E_i^s, \quad (4.29)$$

Ця умова об'єднання підприємств вважається достатньою.

Умовою стійкості інтеграційно-організаційного зв'язку є підвищення ефективності діяльності інтеграційної структури після об'єднання. Крім того, ефективним вважається функціонування кожної бізнес-одиниці, яка входить до складу структури, якщо показник результативності став вищим, ніж був до об'єднання.

До складу загальної додаткової ефективності об'єднаного утворення ($E_{заг}^S$) входять такі додаткові показники ефективності [30, 31,32]:

а) від спільної інвестиційної діяльності ΔE_I^S – тенденція доцільності використання матеріальних ресурсів для реалізації проекту за певний час показує ріст ефективності, що позитивно відображається на виконанні і вартості проектів. Створення об'єднаного утворення полегшує процедуру отримання пільгових кредитів.

б) від використання загальних основних засобів $\Delta E_{ос}^S$ – підвищення значення показника за рахунок фізичного покращення виробничого обладнання, зменшення тривалості ремонту обладнання, що дає змогу економити фінансові та трудові ресурси. Основні засоби можуть виступати в ролі забезпечення емісії цінних паперів або додаткових кредитів.

в) від спільної оперативної діяльності $\Delta E_{од}^S$ - в результаті об'єднання мінімізуються витрати на управління фінансовими і матеріальним ресурсами, з'являється можливість розробки досконалих схем щодо управління запасами сировини, матеріалів і готової продукції. Крім того, зробити вигідною податкову політику як всієї структури так і окремих її складових, швидко здійснити процедуру перерозподілу фінансових ресурсів між товарними і фінансовими ринками.

г) від розширення ринків збуту (ΔE_{pc}^S) – мінімізація витрат на просування товару на ринки за рахунок об'єднання підприємств. За рахунок надійних зв'язків між суб'єктами господарювання укладаються угоди на постачання продукції. Ведення впевненої та жорсткої конкурентної боротьби можливо при збільшенні фінансових ресурсів [69].

Отже, загальну додаткову ефективність бізнес-одиниць інтеграційної структури визначено як:

$$\Delta E^S = f\left(\Delta E_I^S, \Delta E_{ос}^S, \Delta E_{од}^S, \Delta E_{pc}^S\right). \quad (4.30)$$

Автором визначено важливість врахування специфіки існування системи грошово-кредитних потоків між структурними підрозділами підприємства.

Взаємопов'язані операції з грошовими коштами утворюють грошово-кредитні потоки, що виступають результатом від виконання різних фінансових операцій. Сукупність таких потоків дозволяють розглядати їх як цілісну систему. Одиниці вимірювання грошових коштів стають елементами грошового потоку.

На підприємстві, між підприємствами та бізнес-одинацями грошово-кредитні потоки знаходяться під управлінням фахівців у галузі фінансів. Тому взаємопов'язані потоки грошових ресурсів можна розглядати як управління організаційно-господарський механізмом, який складається з кількох підсистем і має розвинуті зв'язки із зовнішнім середовищем.

4.3. Управління проектом інтеграційної реструктуризації промислових підприємств

Основною метою діяльності промислового підприємства вважається досягнення максимального блага його засновників та суспільства. Виконання цієї мети полягає у підвищенні вартості акцій на ринку шляхом виконання різних умов (вдосконалення ринкового механізму визначення вартості акцій, дотримання соціальних зобов'язань, зниження ступеня ризику отримання доходів, оптимальна дивідендна політика, найбільш короткий термін отримання доходів, а також величина прибутку на акцію).

Покращення добробуту суспільства, підвищення доходів акціонерів, що виражається у збільшенні ринкової вартості акцій – генеральна мета діяльності підприємства. S_a – критерій максимізації ринкової вартості акцій, $S_a \rightarrow \max$ – цільова функція досягнення ринкової вартості [33].

В результаті досягнення нижченаведених цілей наступного рівня можна досягти генеральної мети підприємства. Їх критерії та цільові функції матимуть такий вигляд:

1. Оптимізація ринкового механізму визначення вартості акцій. Де цільова функція – $C_{pm} \rightarrow C_{ideal}$, де C_{ideal} – такий механізм взаємозв'язку і взаємодії основних елементів ринку, коли існує можливість визначити дійсну курсову вартість акції; C_{pm} – стан ринкового механізму.

Одним із методів досягнення мети буде відкритий доступ до інформації всім учасникам ринку щодо емітента акцій та його діяльність.

2. Дотримання соціальних зобов'язань перед суспільством. Цільова функція: $C \rightarrow C_{opt}$. Де C – нерозривно пов'язана сукупність показників визначення дотримання соціальних зобов'язань підприємства перед суспільством; C_{opt} – оптимальне значення.

Задоволення суспільства у матеріальних і духовних потребах, підтримка розвитку науково-технічного прогресу, економне використання природних ресурсів, зменшення негативного впливу на природне середовище тощо.

3. Мінімізація ризику отриманого доходу. цільова функція: $NPV_{cp} \rightarrow NPV_{нзв}$. Де NPV_{cp} – математичне очікування випадкового поділу можливих чистих поточних вартостей (серії грошових потоків) з відповідним стандартним відхиленням імовірнісного розподілу σ_{opt} ; NPV_{cp} – прагнення до певної заданої величини.

Такий вид ризику вивчався вченими та описаний у науковій літературі з математичного та економічного спрямування авторами М. П. Власовим [34] та В. М. Вовк [35].

4. Оптимальна дивідендна політика. цільова функція – $P_D \rightarrow P_{D_{opt}}$. Де P_D – обсяг чистого прибутку, що підлягає розподілу; $P_{D_{opt}}$ – оптимальне значення.

5. Найкоротший термін отримання доходів. Цільова функція – $t \rightarrow \min$. Де t – період, протягом якого інвестор чи акціонер одержав прибуток.

Зменшення терміну залежить від того, на скільки швидко було отримано перший прибуток, частоти виплат та загального терміну дії інвестиційного проекту.

б. Величина прибутку на акцію. цільова функція $P_a \rightarrow \max$. Де P_a – обсяг прибутку на одну акцію.

Серед численних показників ефективності економічної діяльності суб'єкту господарювання виділяють показник економічного результату від основної діяльності підприємств впродовж певного періоду. Обсяг прибутку розраховується як різниця між виручкою від реалізації та витратами на виробництво і реалізацію. Вважаємо доцільним відобразити у вигляді алгоритму процес формування фінансових результатів діяльності підприємства (рис. 4.9.).

Чиста виручка від реалізації (V'_r) розраховується як різниця між виручкою від реалізації товарів (V_r), податками з обороту (T_{no}) (податку з продажів, податку на користувачів автодоріг), податку на додану вартість ($T_{ПДВ}$) і акцизів (T_A).

Якщо від отриманої величини відняти повну собівартість реалізованої продукції (C_p) і податки, що відносять на собівартість реалізації продукції (T_{cp}) результатом буде прибуток від реалізації продукції (P_r). З отриманого показника відняти податки, що відносять на фінансові результати (T_f), додати результати від позареалізаційних операцій (P_f) одержимо валовий прибуток підприємства (P_w). Якщо скоригувати Валовий прибуток з метою оподаткування на величину (P_k) і сплатити податки та інші платежі до бюджету з чистого прибутку (T_p), в результаті одержимо чистий прибуток (P_D), яким буде розпоряджатись господарюючий суб'єкт. Чистим прибутком підприємство розпоряджається на власний розсуд: розподіляє на виплату дивідендів (D), поповнення статутного та резервного капіталів (R_f) тощо [36, 37].

Формула виручки від реалізації продукції (робіт, послуг), яку одержало підприємство у звітному періоді, має вигляд:

$$V_r = Z_m + L + P_D + T, \quad (4.31)$$

де V_r – виручка від реалізації продукції (робіт, послуг);

Z_m – матеріальні витрати;

L – оплата праці з врахуванням виплат до бюджету та державних позабюджетних фондів;

P_D – чистий прибуток підприємства після сплати податків;

T – сплачена в бюджет та позабюджетні фонди сукупна сума всіх податків, зборів та інших обов'язкових платежів.

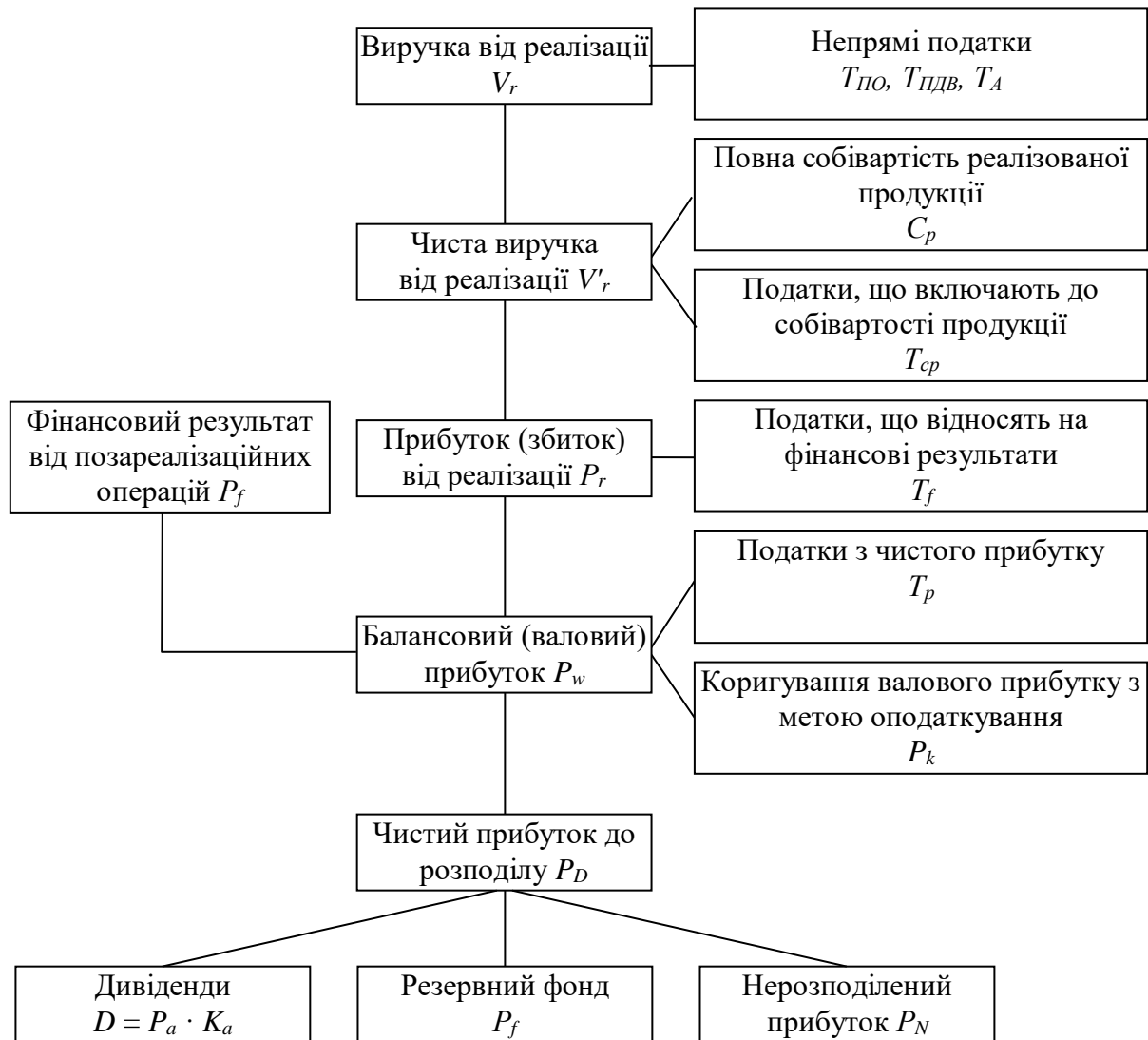


Рис. 4.9. Алгоритм формування фінансових результатів діяльності підприємства в проекті інтеграційної реструктуризації

Джерело: Авторська розробка

В результаті додавання змінних T_u і умовно-постійних T_c податків та інших обов'язкових платежів отримаємо показник T :

$$T = T_u + T_c. \quad (4.32)$$

Показник T_u складається із податків, величина яких залежить від розміру виручки, прибутку, вартості майна підприємства, фонду оплати праці та інших видів оподатковуваної бази. До складу умовно-постійної величини (T_c) включено податки та інші обов'язкові платежі, розмір яких не залежить від фінансово-економічних результатів функціонування підприємства [36].

В ході дисертаційного дослідження визначимо цілі та шляхи досягнення ефективної діяльності інтегрованої структури підприємства. З цією метою автором дисертаційного дослідження нами побудована його ієрархічна структура (рис. 4.10.) та розгорнуте «дерево цілей» проекту функціонування інтеграційної структури підприємств (рис. 4.11.).

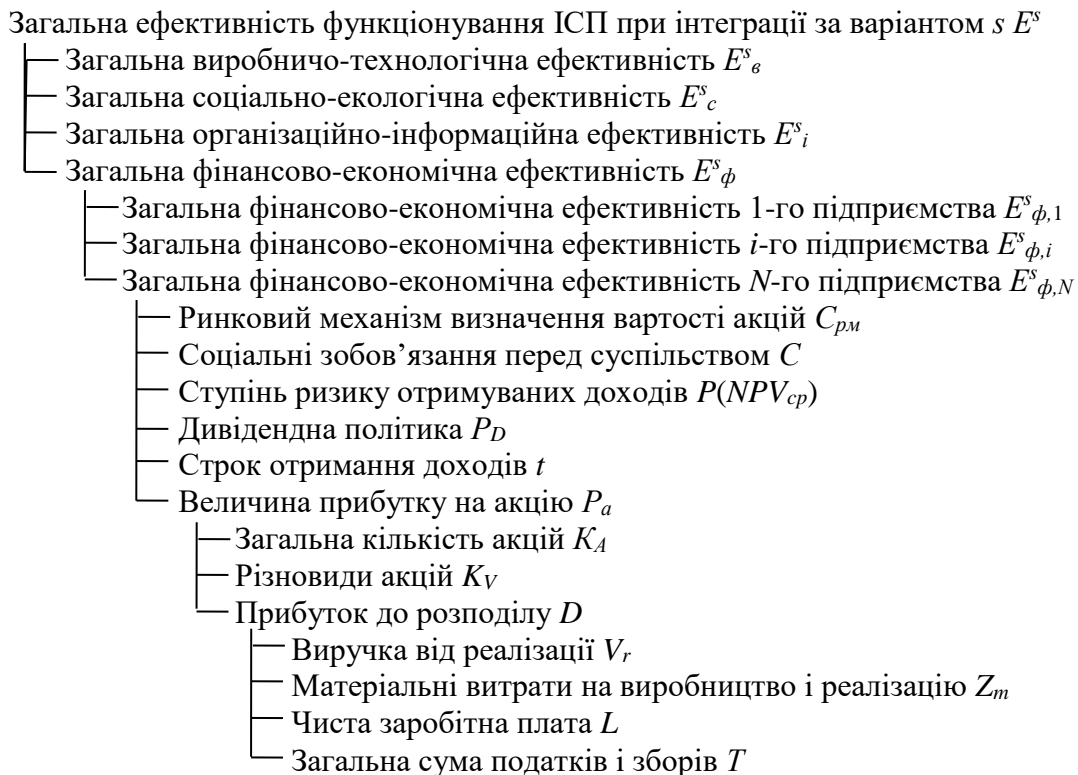


Рис. 4.10. Ієрархічна структура «дерева цілей» визначення ефективності функціонування інтеграційної структури підприємств

Джерело: Авторська розробка

За умови використання одного із варіантів інтеграційно-організаційних зв'язків s , підвищення ефективності діяльності інтеграційної структури є її головною метою. Тому цільовою функцією реалізації генеральної мети буде $E^s \rightarrow \max$, де E^s – критерій досягнення мети:

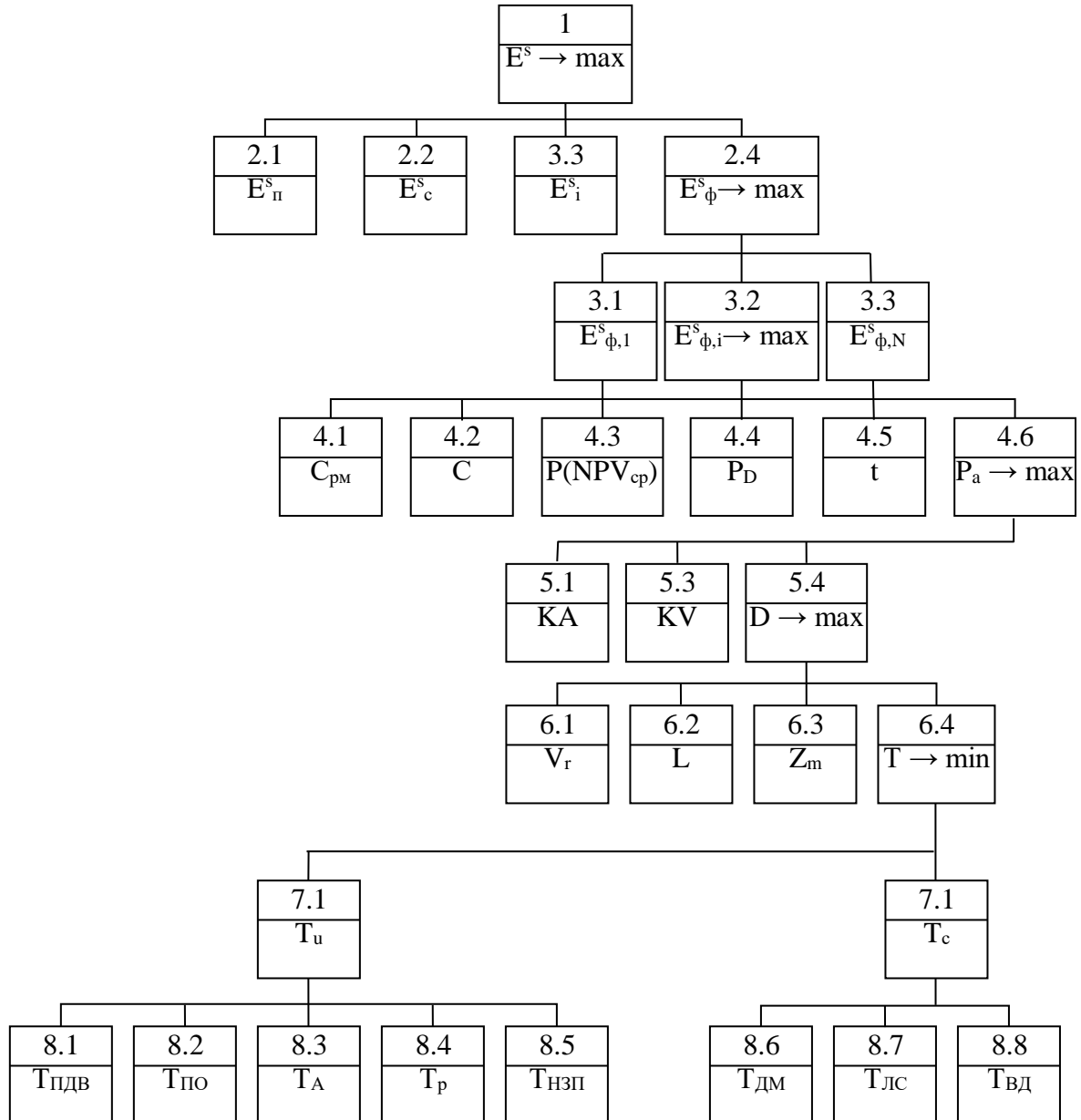


Рис. 4.11. «Дерево цілей» оцінки ефективності проекту створення інтеграційної структури підприємств

Джерело: Авторська розробка

$$E^s = E + \Delta E^s, \quad (4.33)$$

де E – сукупна ефективність до чи при першій спробі інтеграції всіх бізнес-одиниць, які входять до складу інтеграційної структури;

ΔE^s – додаткова загальна ефективність від інтеграції, використовуючи варіант s .

Такі цілі другого рівня матимуть переваги при їх реалізації як: загальна виробничо-технологічна ефективність з критерієм E_n^s , загальна соціально-екологічна ефективність з критерієм E_c^s , загальна інформаційно-організаційна ефективність з критерієм E_u^s , загальна фінансово-економічна ефективність з критерієм E_ϕ^s . Враховуючи наведені критерії, цільові функції будуть представлені таким чином: $E_n^s \rightarrow \max$, $E_c^s \rightarrow \max$, $E_u^s \rightarrow \max$, $E_\phi^s \rightarrow \max$. Оскільки цілі 2.1 – 2.3 не передбачені нашим дослідженням, то визначати їх не будемо.

До складу загальної фінансово-економічної ефективності (E_ϕ^s) входять показники ефективності суб'єктів господарювання, які об'єднані в одне спільне підприємство:

$$E_\phi^s = \sum_{i=1}^N E_{\phi,i}^s, \quad (4.34)$$

де N – кількість бізнес-одиниць в об'єднаному утворенні.

Отже, фінансово-економічною ефективністю першого підприємства є мета 3.1, мета 3.2 – i -го підприємства, об'єданого з інтеграційною структурою, мета 3.3 – N -го підприємства. На третьому рівні цільова функція матиме вигляд [38]: $E_{\phi,i}^s \rightarrow \max$ з критеріями реалізації цілей $E_{\phi,i}^s$, де $i = 1, \dots, N$, з обов'язковою умовою:

$$\begin{aligned} E_{\phi,i}^s &= E_{\phi,i}^s + \Delta E_i^s, \\ \Delta E^s &= \sum_{i=1}^N \Delta E_i^s, \end{aligned} \quad (4.35)$$

де ΔE_i^s – додаткова ефективність i -го підприємства від об'єднання, з використанням варіантом s .

Цілями четвертого рівня будуть перевагою для реалізації мети 3.2 такі як: удосконалення процесу встановлення ціни на акції 4.1, виконання перед громадянами соціальних обов'язків 4.2, мінімізація ризиків при отриманні доходів 4.3, покращення дивідендної політики 4.4, скорочення періоду на отримання прибутків 4.5, обсяг прибутку на одну акцію 4.6.

Умови розвитку ринкового механізму підприємства стануть критерієм для реалізації мети 4.1 з цільовою функцією $C_{pm} \rightarrow C_{ideal}$, де C_{ideal} . Вважається досконалою умовою при встановленні курсової вартості акції в ринкових умовах. Комплексним показником (цілковите задоволення соціальних потреб у матеріальних і духовних потребах, підтримка розвитку НТП, економне використання природних ресурсів, охорона навколишнього природного середовища тощо) для здійснення соціальних зобов'язань суб'єкту господарювання перед суспільством (C) служитиме критерій досягнення мети 4.2.

Зазначений критерій прагнучиме до оптимального значення C і матиме таку цільову функцію: $C \rightarrow C_{opt}$. Математичне очікування імовірнісного розподілу можливих чистих поточних вартостей (серії грошових потоків) NPV_{cp} з відповідним стандартним відхиленням імовірнісного розподілу σ_{opt} буде критерієм для досягнення мети 4.3. Прямування P (NPV_{cp}) до мінімуму буде цільовою функцією реалізації мети.

Сума чистого прибутку, що підпадає під розподіл, (P_D) буде критерієм досягнення мети 4.4, а цільова функція – $P_D \rightarrow P_{Dopt}$ – прагнучиме до оптимального значення. Термін t буде критерієм досягнення мети 4.5. Це період одержання прибутку інвестором чи акціонером, впродовж якого нараховується перший прибуток, відбуваються періодичні виплати, триває сам інвестиційний проект. Цільова функція – $t \rightarrow min$ – буде прагнути до мінімуму.

Обсяг прибутку на одну акцію (P_a) буде критерієм досягнення мети 4.6, а цільова функція – $P_a \rightarrow max$ – прагнучиме до максимального значення.

Вивчення переваг досягнення цілей 4.1-4.5 нами не включено в область наукового дослідження.

Цілі п'ятого рівня (регулювання загального числа акцій 5.1, різних їх видів 5.2 та збільшення прибутку, до моменту розподілу між акціонерами 5.3) будуть альтернативами досягнення мети 4.6. Загальне число емісії акції всіх видів (K_A) буде критерієм досягнення мети 5.1, а цільова функція – $K_A \rightarrow K_{A_{opt}}$ – прагнутиме до оптимального значення.

Загальна кількість всіх видів акцій (K_V) буде критерієм досягнення мети 5.2, а цільова функція – $K_V \rightarrow K_{V_{opt}}$ – прагнутиме до оптимального значення. Обсяг отриманого прибутку підприємством, який буде розподілений між акціонерами, (D) за певний час буде критерієм досягнення мети 5.3, а цільова функція – $D \rightarrow \max$ – прагнутиме до максимуму. Надалі в науковому дослідженні вивчення альтернативних варіантів досягнення цілей 5.1 і 5.2 не буде проводитись.

Виручка від реалізації продукції (робіт, послуг) 6.1, матеріальні витрати на виробництво і реалізацію продукції (робіт, послуг) 6.2, чиста заробітна плата після виплати податку на доходи фізичних осіб та єдиного соціального податку в державні позабюджетні фонди 6.3 і загальна сума податків і обов'язкових платежів підприємства (включаючи нарахування на зарплату) 6.4 – всі ці цілі будуть альтернативами досягнення мети 5.3. Обсяг виручки від реалізації (V_r) буде критерієм досягнення мети 6.1, а цільова функція – $V_r \rightarrow \max$ – прагнутиме до максимуму. Матеріальні витрати (Z_m) будуть критерієм здійснення мети 6.2, а цільова функція – $Z_m \rightarrow \min$ – прагнутиме до мінімуму.

Обсяг заробітної плати після всіх відрахувань (L) буде критерієм здійснення мети 6.3, а цільова функція – $L \rightarrow L_{opt}$ – прагнутиме до оптимального значення. Загальний обсяг податків та інших обов'язкових платежів до бюджету (T) буде критерієм здійснення мети 6.4, цільова функція

– $T \rightarrow \min$ – прагнучиме до мінімуму. У нашому дослідженні шляхи досягнення переваг цілей 6.1-6.3 вивчатись не будуть.

Загальна величина податків, що залежать від виручки від реалізації, 7.1 з критерієм T_u і загальна величина податків, які умовно не залежать від виручки від реалізації, 7.2 з критерієм T_c будуть перевагами у здійсненні мети 6.4, а цільові функції – $T_u \rightarrow \min$ і $T_c \rightarrow \min$ – прагнучимуть до мінімуму.

Розмір ПДВ, що підлягає сплаті до бюджету, 8.1, розмір податків з обороту, 8.2, сума акцизів 8.3, величина податку на прибуток 8.4 і відрахування із заробітної плати (податок на доходи фізичних осіб), 8.5 – переваги у здійсненні мети 7.1.

Сума ПДВ ($T_{ПДВ}$) буде критерієм досягнення мети 8.1, а цільова функція – $T_{ПДВ} \rightarrow \min$ – прагнучиме до мінімуму. Сума податків з обороту ($T_{ПО}$) буде критерієм здійснення мети 8.2, а цільова функція – $T_{ПО} \rightarrow \min$ – прагнучиме до мінімуму. Величина акцизів (T_A) буде критерієм здійснення мети 8.3, а цільова функція – $T_A \rightarrow \min$ – прагнучиме до мінімуму [39, 40].

Сума податку на прибуток (T_p) буде критерієм здійснення мети 8.4, а цільова функція – $T_p \rightarrow \min$ – прагнучиме до мінімуму. Сума нарахувань на заробітну плату ($T_{НЗП}$) буде критерієм здійснення мети 8.5, а цільова функція – $T_{НЗП} \rightarrow \min$ – прагнучиме до мінімуму.

Сума державного мита 8.6, обсяг ліцензійного збору 8.7, сума збору за право торгівлі певним видом товару 8.8 будуть перевагами у здійсненні мети 7.2. Сума сплаченого державного мита ($T_{ДМ}$) буде критерієм досягнення мети 8.6, а цільова функція – $T_{ДМ} \rightarrow \min$ – прагнучиме до мінімуму. Обсяг грошових коштів, сплачених за одержання ліцензії ($T_{ЛС}$) буде критерієм здійснення мети 8.7, а цільова функція – $T_{ЛС} \rightarrow \min$ – прагнучиме до мінімуму. Величина коштів, яка сплачується за право здійснювати певний вид діяльності ($T_{ВД}$) буде критерієм здійснення мети 8.8, а цільова функція – $T_{ВД} \rightarrow \min$ – прагнучиме до мінімуму.

Рух грошово-кредитних потоків в об'єднаній структурі відбувається в середині бізнес-одиниць, а також між суб'єктами господарювання, які

входять до складу інтеграційного підприємства. Особливість взаємних відносин між підприємствами, своєрідність видів їх діяльності визначають специфіку грошово-кредитних потоків. Підприємства, які здійснюють господарську діяльність у галузі промисловості, пов'язані міжвиробничим ланцюгом технологічного напрямку. Крім того, до складу системи можуть входити підприємства, які здійснюють різні види діяльності (торгівля, закупка, страхування, лізинг, реклама тощо). Кожна бізнес-одиниця має право самостійно здійснювати фінансові розрахунки не лише всередині об'єднаного утворення, а і за його межами. Нами схематично подано елементи системи на рис. 4.12.

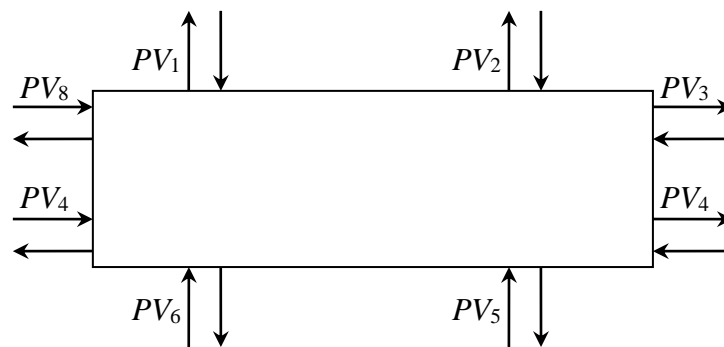


Рис. 4.12. Елемент інтеграційної структури промислових підприємств

Джерело: Авторська розробка

Позначення PV_i означає сукупність грошово-кредитних потоків підприємства:

– елемент-постачальник ресурсів, який входить до інтеграційної структури і розглядається як елемент системи, і між яким здійснюються грошово-кредитні потоки (PV_1);

– постачальники ресурсів, які знаходяться поза інтеграційним утворенням, розглядаються як елемент, і між якими здійснюються грошово-кредитні потоки (PV_2);

– фінансово-кредитний інститут інтеграційної структури, який розглядається як елемент, і між яким здійснюються грошово-кредитні потоки (PV_3);

– фінансово-кредитний інститут, що не включено до інтеграційної структури, розглядається як елемент, і між якими здійснюються грошово-кредитні потоки (PV_4);

– елемент-покупець інтеграційного утворення, який розглядається як елемент, і між яким здійснюються грошово-кредитні потоки (PV_5);

– покупець, який не включений до складу об'єднаної системи, розглядається як елемент, і між яким здійснюються грошово-кредитні потоки (PV_6);

– інші елементи, які розглядається як елемент, і між якими здійснюються грошово-кредитні потоки (PV_7);

– інші підприємства, які розглядаються як елемент, не включені до складу інтеграційної структури, і між якими здійснюються грошово-кредитні потоки (PV_8) [41].

До групи самостійних грошово-кредитних потоків відносять інші потоки, які включені до потоків PV_1 – PV_8 .

Потоки платежів PV_i нами зображено у вигляді схеми витрачання або отримання сум грошових коштів C_k в моменти часу t_k (рис. 4.13.).

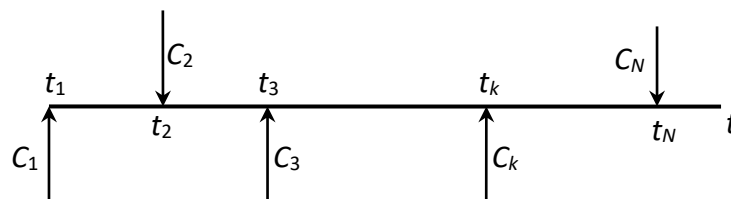


Рис. 4.13. Схема потоків грошових коштів у структурі підприємства

Джерело: Авторська розробка

З метою дослідження грошово-кредитних потоків за один календарний рік нами вивчено потоки через рівні періоди часу за кожен місяць. Елементи для аналізу – вхідні і вихідні потоки. До того ж, вхідні грошові потоки прийнято як позитивні величини, а вихідні – як негативні величини. Чистий потік (чисту наведену величину NPV_i) отримано методом приведення грошових потоків до початкового періоду, враховуючи знаки:

$$NPV_i = PV_{i1} + PV_{i2} + \dots + PV_{ik} + \dots + PV_{i12}, \quad (4.36)$$

де $PV_{ik} = P_{ik}V_{ik}$; P_{ik} – номінальний обсяг грошово-кредитного потоку в цінах, що були в k -го місяці;

V_{ik} – математичний дисконт-фактор k -го місяця, який обчислюється за формулою:

$$V_{ik} = \frac{1}{(1 + r_k)}, \quad (4.37)$$

де r_k – середньозважена вартість капіталу в k -му місяці.

Обсяг чистого потоку визначено з врахуванням складних відсотків, нарахованих щомісяця [41]:

$$NPV_i = \sum_{k=1}^{12} C_{ik} \prod_{t=1}^k \frac{1}{1 + r_t}. \quad (4.38)$$

Формула NPV дещо видозмінюється, якщо грошово-кредитних потоків є R видів (у нашому дослідженні таких потоків налічується вісім):

$$NPV = \sum_{l=1}^R \sum_{k=1}^{12} C_{lk} \prod_{t=1}^k \frac{1}{1 + r_t}. \quad (4.39)$$

Якщо інфляція неоднаково позначилась на доходах і витратах NPV , то вираз матиме вигляд:

$$NPV = \sum_{l=1}^R \sum_{k=1}^{12} \left[P_{lk} \prod_{t=1}^k (1 + i_t) - D_{lk} \prod_{t=1}^k (1 + i'_t) \right] \prod_{t=1}^k \frac{1}{1 + r_t}, \quad (4.39)$$

де P_{lk} – l -й потік доходів у k -му місяці;

D_{lk} – l -й потік витрат у k -му місяці;

i_t – темпи інфляції доходів у t -му місяці;

i'_t – темпи інфляції витрат у t -му місяці;

r_t – середньозважена ціна капіталу в t -му місяці.

Важливе наукове дослідження полягає у вивченні одного із видів грошово-кредитних потоків – податкових платежів суб'єктів господарювання в загальній структурі інтегрованого підприємства.

Сукупність певних факторів мають вплив на взаємний зв'язок системи фінансування господарюючого суб'єкту та сукупності потоків податкових платежів. Серед таких факторів виділяють такий як оподатковувана база, де об'єктом є виручка, ціна продукції та майна, прибуток, дохід тощо. Таким чином, розміри значень показників фінансової системи підприємства впливають на обсяги потоків податкових платежів.

Необхідно зупинитись на дослідженні такого фактору як джерело сплати податків, тобто з яких грошових коштів господарюючий суб'єкт повинен сплатити податки. Не менш важливу роль відіграє такий фактор як ставка податку – процентна чи абсолютна сума податкових нарахувань. Фактор часу (періодичність сплати податкових платежів) також потрібно враховувати при визначенні впливу на фінансування підприємства.

Сплата промисловим підприємством ПДВ відбувається щомісяця. Розмір ПДВ, яке підприємство має сплатити до бюджету, таким чином: розмір ПДВ у складі виручки від реалізації, одержаного від покупців, мінус розмір ПДВ, який був оплачений постачальниками ресурсів [42]. Нами схематично подано грошові потоки ПДВ суб'єкту господарювання на рис. 4.14.

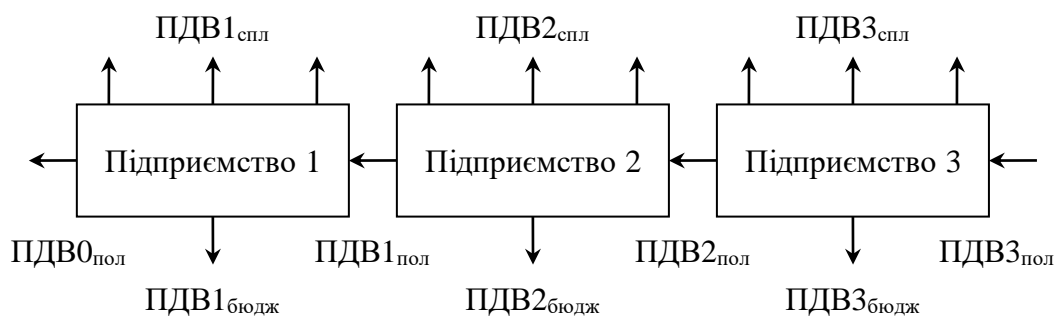


Рис. 4.14. Поток ПДВ для підприємства

Джерело: Авторська розробка

На схемі вихідні потоки ПДВ позначено PV_i , а вхідні – PV_i для i -го підприємства. Таким чином, формула розрахунку суми чистого ПДВ, яка буде сплачена до бюджету, матиме вигляд [43]:

$$NPV_i = \sum_{k=1}^{12} PV_{ik} - \sum_{k=1}^{12} PV'_{ik}. \quad (4.40)$$

З врахуванням чистого потоку NPV_i , матимемо:

$$NPV_i = \sum_{k=1}^{12} (C_{ik} - C'_{ik}) \prod_{t=1}^k \frac{1}{1+r_t}. \quad (4.41)$$

Величина NPV за рік для всієї інтеграційної структури, з урахуванням N виробничих підприємств, матиме вигляд:

$$NPV = \sum_{i=1}^N \sum_{k=1}^{12} (C_{ik} - C'_{ik}) \prod_{t=1}^k \frac{1}{1+r_t}. \quad (4.42)$$

На прикладі трьох підприємств нами подано схему розрахунку потоків ПДВ (рис. 4.15.).

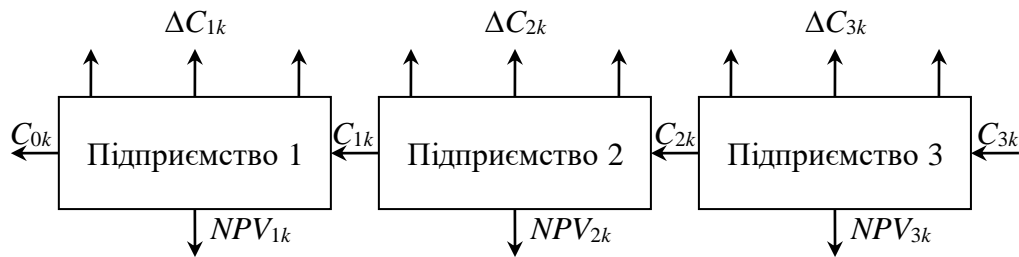


Рис. 4.15. Схема розрахунку потоків ПДВ

Джерело: Авторська розробка

На рисунку використано такі умовні позначення:

C_{ik} – ПДВ i -го підприємства за k -ий місяці, що включений до складу виручки від реалізації;

C_{0k} – ПДВ, що входить до складу витрат на придбання необхідних ресурсів на першому етапі процесу виготовлення продукції в об'єднаній структурі;

C_{3k} – ПДВ, що входить до складу виручки від реалізації на завершальному етапі виготовлення інтеграційним підприємством продукції;

ΔC_{ik} – ПДВ i -го підприємства за k -ий місяці, що включений до складу витрат на придбання ресурсів для виробництва;

NPV_{ik} – чистий потік ПДВ i -го підприємства у k -му місяці, що має бути сплачений до бюджету.

Якщо здійснюється своєчасна оплата за відвантажену продукцію, за умови отримання в кінці місяця виручки від реалізації та витрат на виготовлення продукції $C_{ik} = C_{i-1k} + \Delta C_{ik}$, налагоджене виробництво, то останній вираз матиме такий вигляд:

$$NPV = \sum_{i=1}^3 \sum_{k=1}^{12} \left[(C_{ik} - (C_{i-1k} + \Delta C_{ik})) \prod_{t=1}^k \frac{1}{1+r_t} \right]. \quad (4.44)$$

З метою кращого розуміння процесів у виробничій системі нами проведено розрахунок NPV виробничої системи (термін один місяць) за такою формулою:

$$NPV_k = \sum_{i=1}^3 \left[(C_{ik} - (C_{i-1k} + \Delta C_{ik})) \prod_{t=1}^k \frac{1}{1+r_t} \right]. \quad (4.45)$$

Формула матиме дещо інший вигляд після проведення математичних перетворень:

$$NPV_k = \left(C_{3k} - \sum_{i=1}^3 \Delta C_{ik} - C_{0k} \right) \frac{1}{(1+r_1)(1+r_2)\dots(1+r_k)}. \quad (4.46)$$

Наведений вираз за економічною суттю і відповідає механізму стягнення податку. Узагальнений вигляд формули буде таким [43, 44]:

$$NPV = \sum_{k=1}^{12} \left(\left(C_{Nk} - \sum_{i=1}^N \Delta C_{ik} - C_{0k} \right) \prod_{t=1}^k \frac{1}{1+r_k} \right). \quad (4.47)$$

Сплата підприємством ПДВ не викликатиме труднощів і не впливатиме на фінансово-економічні показники діяльності інтеграційного підприємства, якщо фінансування виробництва здійснюватиметься своєчасно, а виробничий цикл буде злагоджений. За таких умов податки не чинять вплив на ринкову ціну продукції, зниження платоспроможного попиту тощо.

Якщо i -те підприємство в k -му місяці одержить на кожному етапі виробництва аванс, вираз матиме вигляд:

$$NPV_{11} = \frac{C_{11} - C_{01} - \Delta C_{11}}{1+r_1}; \quad (4.48)$$

$$NPV_{21} = -\frac{C_{21}}{1+r_1}; \quad (4.49)$$

$$NPV_{22} = \frac{C_{22} - \Delta C_{22}}{(1+r_1)(1+r_2)}; \quad (4.50)$$

$$NPV_{32} = -\frac{C_{32}}{(1+r_1)(1+r_2)}; \quad (4.51)$$

$$NPV_{33} = \frac{C_{33} - \Delta C_{33}}{(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)}. \quad (4.52)$$

В розглянутому нами об'єднаному утворенні підприємств $C_{11} = C_{21}$ і $C_{22} = C_{32}$, для розрахунку NPV всієї структури на завершальному етапі виробництва формула матиме вигляд:

$$NPV = -\frac{C_{01} + \Delta C_{11}}{1+r_1} - \frac{\Delta C_{22}}{(1+r_1)(1+r_2)} + \frac{C_{33} - \Delta C_{33}}{(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)}, \quad (4.53)$$

Вищенаведена формула відповідає раніше розглянутому виразу в загальній формі.

Дослідивши наведені формули, можемо зробити висновок, що при отриманні прибутку від виробничо-господарської діяльності кожен господарський суб'єкт окремо сплатить до бюджету ПДВ ($NPV_{11} > 0$,

$NPV_{22} > 0$). На кожному етапі виробничого процесу (крім останнього) в об'єднаній структурі є ПДВ, що сплачується в бюджет ($NPV_{11} + NPV_{21} < 0$, $NPV_{22} + NPV_{32} < 0$) [45, 46].

Якщо підприємство здійснює оплату продукції після виготовлення (відсутні потоки C_{11} , C_{21} , C_{22} і C_{32}), тоді формула знаходження NPV спрощується. В такому випадку підприємство не сплачує податок до бюджету.

Отже ми бачимо, що в інтеграційній структурі підприємства можна вирішити різні завдання, здійснюючи управління потоками податкових платежів. Зокрема, на рівні об'єднаних підприємств провести оцінку залежності між податковою системою та виробничу діяльність господарюючих суб'єктів; враховуючи розміри податкових платежів, здійснювати прогнози та розробляти програми фінансування інтеграційної структури підприємства; проводити планування податкових платежів до бюджету.

4.4. Модель створення інтеграційної структури підприємств

Функціонування зовнішнього середовища, тенденції його розвитку позначаються на діяльності інтеграційної структури промислових підприємств. Дія зовнішніх факторів впливає на одержання прибутку, здійснення угод, підтримка позицій на ринку, оволодіння новою технікою виробництва продукції тощо. Бізнес-одиниці об'єданого утворення повинні розробляти власні стратегії, які б не суперечили загальній стратегії інтеграційної структури. Впродовж всього життєвого циклу інтеграційної структури її цілі не змінюються, а окремих складових елементів структури змінюються в залежності від впливу зовнішнього середовища та вимог інтеграційної структури [47]. Значення показників фінансово-економічної ефективності (E_{ϕ}), як згадувалось раніше, виступають критеріями здійснення

цілей. Тому з метою проведення подальших досліджень очікувану фінансово-економічну ефективність позначено E'_ϕ .

Між мінливістю зовнішнього середовища та інтеграційною структурою спостерігається взаємний вплив. Тобто, як тенденція факторів зовнішнього середовища позначається на діяльності структури так і функціонування об'єданого утворення діє на зовнішнє оточення. Зовнішні впливи мають відмінності за походженням, способом їх визначення у зв'язку із своєю різноманітністю характеру.

У попередніх дослідженнях нами вже розглядалися зовнішні фактори. З метою виявлення результату дії цих факторів на фінансово-економічний стан інтеграційної структури, пропонується виразити тенденцію фінансово-економічних показників в часі через коефіцієнти.

Зміна досліджуваних факторів так чи інакше відображається на результативних показниках роботи підприємства (обсязі виручки від реалізації продукції, витратах). Якщо інтеграційна структура має дочірнє підприємство в іноземній державі, то такий зовнішній фактор як географічна віддаленість від штаб-квартири може позначитись на діяльності всього об'єданого утворення. Тому до складу «чистого» результату від зовнішнього впливу включаються витрати на доставку товару, службові відрядження, комунікативні зв'язки [48, с. 124-125].

Витрати інтеграційної структури, пов'язані з географічним розташуванням дочірнього підприємства обчислюються через коефіцієнт впливу географічної віддаленості на ці витрати, який розраховується відношенням додаткових витрат до витрат без урахування таких. Взаємозв'язок зовнішнього середовища та фінансово-економічної ефективності можна визначити через коефіцієнт зовнішнього впливу, який розраховується відношенням різниці фінансово-економічної ефективності без урахування впливу до ефективності з урахуванням цього впливу [49].

Для визначення взаємного впливу i -го фактора зовнішнього середовища, j -го показника фінансово-економічної діяльності, k -го учасника

інтеграційної структури, складено вираз, який має такий вигляд (після перетворень):

$$\lambda_{iZ}^k = \frac{\Delta Z_r}{Z_m}, \quad (4.54)$$

$$\lambda_{iV}^k = \frac{\Delta V_r}{V_r}, \quad (4.55)$$

$$\lambda_{iE}^k = \frac{\left[V_r (\lambda_{iV}^k - \lambda_{iZ}^k) \right]}{\left[(1 + \lambda_{iZ}^k) (V_r - Z_m) \right]}. \quad (4.56)$$

Складена форма має позитивні характеристики, які полягають у тому, що їх можна складати відповідно до одного показника фінансово-економічної діяльності. Це означає, що на один показник можна визначити вплив комплексу факторів зовнішнього середовища. Якщо розрахований коефіцієнт впливу зовнішніх факторів на виручку підприємства матиме додатне значення, то це означає позитивну дію показників на ефективність, а від'ємне значення - на зменшення ефективності [36].

Взаємозв'язок між учасниками інтеграційної структури та факторами зовнішнього середовища є функція $f(\Lambda)$, де через Λ позначено множину коефіцієнтів λ_{ij}^k .

В залежності від того, які цілі переслідує інтеграційна структура, утворюється структура і добирається необхідний склад елементів-учасників, кожен з яких чинить певний вплив на інших учасників інтеграційної структури підприємства. Одночасно з цим на учасників діє саме об'єднане утворення.

Досліджені взаємодії діють всередині підприємства, вони й складають внутрішні фактори інтеграційної структури та впливають на її діяльність та організацію. Внутрішні фактори також характеризуються за видами та мають по різному визначаються [50].

Рівень впливу внутрішніх факторів, так само як і зовнішніх, краще виражати через коефіцієнти. В рамках нашого дослідження, коефіцієнт буде

визначатись як відношення зміни показника фінансово-економічної діяльності до і після інтеграції до величини показника до інтеграції.

Для обчислення коефіцієнту взаємовпливу об'єднаного утворення (φ_j^k) нами складено вираз, де k – n -ий учасник інтеграційної структури, j – n -ий показник фінансово-економічної діяльності. Так, для обчислення обсягу оборотних коштів суб'єкту господарювання до ($S_{обц_1}$) і після ($S_{обц_2}$) інтеграції нами складено формулу [51, с. 169]:

$$\varphi_j^k = \frac{S_{обц_2} - S_{обц_1}}{S_{обц_1}}. \quad (4.57)$$

Множину коефіцієнтів φ_j^k виразимо через показник Φ , тоді взаємозв'язок між об'єднаним утворенням та його учасниками буде функцією $f(\Phi)$.

Отже, досліджені коефіцієнти відображають дію показника на певний фактор і ступінь впливу певного фактору на фінансово-економічний показник. Отримані результати обчислених коефіцієнтів на базі різних підприємств дають можливість порівняти ці значення і вибрати підприємства-цілі для входження в структуру інтеграційного підприємства.

Показник фінансово-економічної ефективності (E_{Φ}^k) є у кожного із складових елементів інтеграційної структури. Ця величина показує зміну групи P^k фінансово-економічних показників p_j^k ($j = 1, \dots, J$; J – кількість фінансово-економічних показників) k -го учасника. Тому фінансово-економічну ефективність E_{Φ}^k можна обчислити за формулою, враховуючи взаємний вплив $f(\Lambda^k)$ і $f(\Phi^k)$:

$$E_{\Phi}^k = f(P^k, \Lambda^k, \Phi^k). \quad (4.58)$$

На фінансово-економічну ефективність (E_{Φ}^k) впливають фактори мікро- та макросередовища через величини виручки від реалізації і витрат,

пов'язаних з отриманням виручки [51, 52]. Методом перетворень нами отримано формулу для розрахунку очікуваної фінансово-економічної ефективності (E_{Φ}^k) в процесі інтеграції, враховуючи попередньо наведені коефіцієнти взаємного впливу:

$$E_{\Phi}^k = f(P^k, \Lambda^k, \Phi^k), \quad (4.59)$$

$$\text{де } \gamma_E^k = \frac{V_r \left(\sum_{i=1}^8 \lambda_{iV}^k + \sum_{i=1}^7 \varphi_{iV}^k \right) - \left(\sum_{i=1}^8 \lambda_{iZ}^k + \sum_{i=1}^7 \varphi_{iZ}^k \right)}{1 + \sum_{i=1}^8 \lambda_{iZ}^k + \sum_{i=1}^7 \varphi_{iZ}^k (V_r - Z_m)}. \quad (4.60)$$

Узагальнений вираз обчислення показника фінансово-економічної ефективності інтеграційної структури, поєднуючи склад учасників, їх взаємозв'язок, фактори зовнішнє середовище та враховуючи організацію структури підприємства, має вигляд [51]:

$$E_{\Phi} = f(E_{\Phi}^1, \dots, E_{\Phi}^k). \quad (4.61)$$

Якщо в процесі обчислення показника фінансово-економічної ефективності (E_{Φ}), результат буде меншим за очікуване чи заплановане значення (δ_E), тоді необхідно переглянути структуру та учасників об'єднаного утворення. Враховуючи вищезазначене, узагальнена функціональна схема моделювання інтеграційної структури підприємств буде видозмінена (рис. 4.16).

Крім вираження коефіцієнту фінансово-економічної ефективності через учасників структури, зовнішні фактори, показник фінансово-економічної ефективності інтеграційної структури підприємств E'_{Φ} можна визначити, враховуючи величину виручки від реалізації інтеграційної структури (V_r) і запланованих інвестиційних витрат (V'_r), які визначені корпоративною стратегією.

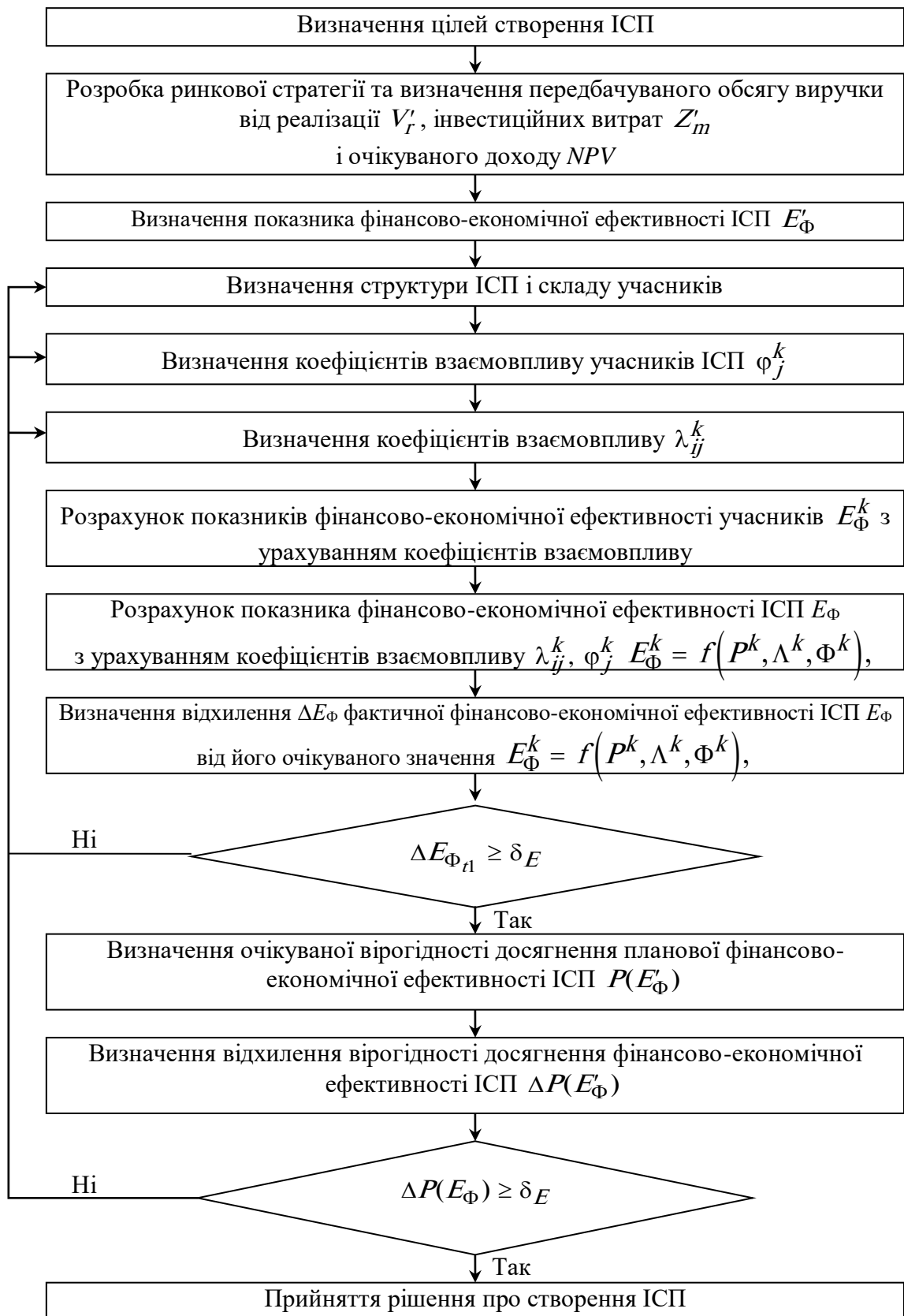


Рис. 4.16. Узагальнена функціональна схема моделювання інтеграційної структури підприємств

Джерело: Авторська розробка

Для визначення очікуваного обсягу виручки (V_r) проводиться дослідження місткості ринку, товарної номенклатури і цін реалізації продукції. При розрахунках потрібно враховувати часовий проміжок від інвестування до початку одержання доходів. Досліджуваний показник можна визначити за формулою [53]:

$$V_r = \sum_{i=1}^I V_{ri} \prod_{t=1}^T \frac{1}{1+r_t}, \quad (4.62)$$

де I – кількість умовних надходжень виручки за певний час реалізації проекту T , які передбачається отримати у перспективі;

V_{ri} – величина надходження виручки в t -му періоді;

r_t – середньозважена вартість капіталу в t -му періоді.

Обсяг інвестицій можна розрахувати за формулою:

$$Z_m = \sum_{j=1}^J Z_{mj} \prod_{t=1}^T \frac{1}{1+r_t}, \quad (4.63)$$

де J – кількість етапів здійснення інвестиційних витрат за певний час реалізації проекту T , які передбачається отримати у перспективі;

Z_m – обсяг інвестиційних витрат у t -му періоді.

Величину запланованого прибутку інтеграційної структури можна визначити як:

$$NPV = V_r - Z_m = \sum_{i=1}^I V_{ri} \prod_{t=1}^T \frac{1}{1+r_t} - \sum_{j=1}^J Z_{mj} \prod_{t=1}^T \frac{1}{1+r_t}. \quad (4.64)$$

Враховуючи попередній вираз, фінансово-економічну ефективність E_ϕ від утворення об'єднання бізнес-одиниць можна визначити:

$$E'_\Phi = \frac{NPV'}{Z'_m} = \frac{\sum_{i=1}^I V'_{ri} \prod_{t=1}^T \frac{1}{1+r_t} - \sum_{j=1}^J Z'_{mj} \prod_{t=1}^T \frac{1}{1+r_t}}{\sum_{j=1}^J Z'_{mj} \prod_{t=1}^T \frac{1}{1+r_t}}. \quad (4.65)$$

Якщо фінансово-економічна ефективність, в результаті реорганізації об'єднаного підприємства, підвищується, тоді перетворення доцільно проводити при $E'_\Phi > E_\Phi$ на величину ΔE_Φ :

$$\begin{aligned} \Delta E'_\Phi &= E'_\Phi - E_\Phi = \\ &= \frac{\sum_{i=1}^I V'_{ri} \prod_{t=1}^T \frac{1}{1+r_t} - \sum_{j=1}^J Z'_{mj} \prod_{t=1}^T \frac{1}{1+r_t}}{\sum_{j=1}^J Z'_{mj} \prod_{t=1}^T \frac{1}{1+r_t}} - \frac{\sum_{i=1}^I V_{ri} \prod_{t=1}^T \frac{1}{1+r_t} - \sum_{j=1}^J Z_{mj} \prod_{t=1}^T \frac{1}{1+r_t}}{\sum_{j=1}^J Z_{mj} \prod_{t=1}^T \frac{1}{1+r_t}}. \end{aligned} \quad (4.66)$$

Показник фінансово-економічної ефективності величиною можливою. Достеменні дані величини виручки від реалізації, інвестиційних витрат і фінансово-економічної ефективності, на кожній стадії реалізації проекту об'єднаного утворення, можуть різнитися із запланованими показниками. Можливість одержати бажаний, запланований результат також ймовірно буде відрізнятись від отриманого. Бажано на кожній стадії реалізації проекту проводити оцінку ймовірного відхилення фактичного результату від бажаного [36, 54].

Дійсну величину показника фінансово-економічної ефективності в момент часу $t = t_k$, при таких показниках як T – період життєвого циклу проекту, t_k – час виконання кожної стадії, де $k = 1, \dots, K$ (тут K – кількість стадій здійснення проекту, за умови, що t_K співпадає з моментом закінчення періоду T і $t = i = j$. Це означає, що час одержання виручки від реалізації, здійснення витрат і стадії здійснення проекту збігаються):

$$E_{\Phi t_k} = \frac{\sum_{i=1}^{t_k} V_{ri} \prod_{t=1}^i \frac{1}{1+r_t} - \sum_{j=1}^{t_k} Z_{mj} \prod_{t=1}^j \frac{1}{1+r_t}}{\sum_{j=1}^{t_k} Z_{mj} \prod_{t=1}^j \frac{1}{1+r_t}}. \quad (4.67)$$

З урахуванням вищезазначених умов, фактичний показник фінансово-економічної ефективності на етапі проекту t_0-t_k становитиме:

$$\begin{aligned} \Delta E_{\Phi t_k} &= E_{\Phi t=t_k} - E'_{\Phi t=t_0} = \\ &= \frac{\sum_{i=1}^{t_k} V_{ri} \prod_{t=1}^i \frac{1}{1+r_t} - \sum_{j=1}^{t_k} Z_{mj} \prod_{t=1}^j \frac{1}{1+r_t}}{\sum_{j=1}^{t_k} Z_{mj} \prod_{t=1}^j \frac{1}{1+r_t}} - \frac{\sum_{i=1}^I V'_{ri} \prod_{t=1}^i \frac{1}{1+r_t} - \sum_{j=1}^J Z'_{mj} \prod_{t=1}^j \frac{1}{1+r_t}}{\sum_{j=1}^J Z'_{mj} \prod_{t=1}^j \frac{1}{1+r_t}}. \end{aligned} \quad (4.68)$$

За умови допустимого відхилення δ_E (після розрахунку відхилення ефективності та порівняння з δ_E) в об'єднаному утворенні можна залишити розроблені стратегічні плани розвитку, не перебудовувати структуру підприємства та залишити той же склад учасників. Потреба у повторній перевірці ймовірності виникає, якщо $\Delta E_{\Phi tk} \geq \delta_E$.

Якщо планова фінансова ефективність E'_{Φ} , то показник очікуваної вірогідності її досягнення позначено як $P(E'_{\Phi})$, а відхилення цієї ймовірності буде обчислена за формулою [36]:

$$\Delta P(E_{\Phi} | t=t_k) = P(E_{\Phi} | t=t_k) - P(E'_{\Phi} | t=t_k). \quad (4.69)$$

На наступному етапі потрібно порівняти допустиме відхилення очікуваної ймовірності з отриманим значенням.

Показник фінансово-економічної ефективності вважається нормальним, а ймовірність досягнення ефективності висока за умови $\Delta E_{\Phi tk} \geq \delta_E$ $\Delta P(\Delta E_{\Phi tk}) \geq \delta_P$. Якщо рівність справджується, тоді необхідно перейти до наступного етапу.

Показник фінансово-економічної ефективності вважається сумнівним, значення задовільним за умови $\Delta E_{\Phi tk} \geq \delta_E \Delta P(\Delta E_{\Phi tk}) \leq \delta_P$, тоді потрібно знайти інші способи чи переглянуті існуючі, враховуючи зміни зовнішнього середовища, досягнення поставлених цілей.

Отже, кожна бізнес-одиниця, яка входить до складу інтеграційної структури, рішення про об'єднання приймає самостійно, але враховує думку інших учасників. Тому прийняті рішення всіма учасниками інтеграційної структури впливають на результативне значення цільової функції.

Пошук способів вирішення завдань щодо об'єднання необхідно здійснювати за допомогою теорії ігор. Під час цієї гри учасники мають право розглядати свої стратегії, укладати угоди щодо спільної господарської діяльності, об'єднуватись в єдину структуру. Тоді гра стає спільною з побічними платежами. Виграшем для гравців стає досягнута ефективність, яку учасники гри розподіляють між собою [55, 56].

Аналіз гри проводиться на основі характеристичної функції гри, де результат відображає безперечний виграш для кожного об'єднання.

Характеристичну функцію можна подати у вигляді виразу $u(U)$, де $U \subset K^s$, $K^s \subset R$. У цьому виразі R – множина гравців (загальна кількість бажаючих учасників інтеграційного утворення підприємств), а K_s – підмножина множини R , що відображає кількість учасників при об'єднанні за формою s , то підмножина U множини K_s є союзом.

За допомогою характеристичної функції гру нами представлено за допомогою виразу:

$$\forall k, k \in K^s u(k) = 0; \quad (4.70)$$

$$u(K^s) = 1, K^s = \{1, \dots, k\}. \quad (4.71)$$

Результат виграшу для одного гравця становить нуль для всіх гравців, а виграш інтегрованої структури – одиниці, але з обов'язковим дотриманням вимоги: $u(\emptyset) = 0$. До складу характеристичної функції входять переговорні

процеси, способи щодо вироблення спільних стратегій, процеси утворення коаліцій. K -вимірний простір, вектор якого називають «поділ», через Ψ^s . Вектор утворюватиметься із очікуваних ефективностей (виграшів) учасників об'єднанні за варіантом s [56]:

$$\Psi^s = (\Psi_1^s, \dots, \Psi_k^s), \Psi_i^s \geq 0. \quad (4.72)$$

Сильний критерій виконуватиме роль домінуючого фактору на множині поділів, де ядром гри буде множина всіх другорядних поділів. Поділи $\Psi^s = (\Psi_1^s, \dots, \Psi_k^s)$ мають задовольняти умову:

$$\forall U, U \in K^s \sum \Psi_k^s u(U), k \in U. \quad (4.73)$$

За допомогою такого розподілу будь-яке об'єднання отримує стільки, скільки б одержали всі учасники гри. Користуючись наведеним виразом, методом розв'язання лінійної системи нерівностей можна розрахувати ядро.

В результаті обчислення буде одержано опуклий багатогранник у просторі. Рішення, яке належить ядру і виражене через комбінацію крайніх точок, можна знайти шляхом обчислення значень крайніх точок [56]. Множина можливих поділів і рішень знаходиться в ядрі.

За допомогою використання вектора Шеплі (поділ величини виграшів, від яких залежить сила кожного гравця) матимемо можливість знайти єдине рішення [57]. При входженні гравця до об'єднання з'являється додатковий виграш, що є показником сили гравця. Виграш k -го учасника буде розраховано за формулою:

$$\Psi_k^s = \sum \mu(U)[u(U \cup \{k\}) - u(U)], U \subset K, \quad (4.74)$$

де U – будь-яка підмножина учасників, у якій немає k -го учасника;

$U \cup \{k\}$ – та ж підмножина, що включає k -го учасника;

$u(U \cup \{k\}) - u(U)$ – зважувані додаткові виграші;

$\mu(U) = \frac{[u!(n-u-1)!]}{n!}$ – зважуючі множники; u – кількість учасників в U .

Вірогідністю того, що k -ий гравець ввійде до коаліції U , є зважувальні множини. За умови складу з s учасників, утворенню рівновірогідних коаліцій, обчислюються зважувальні множини.

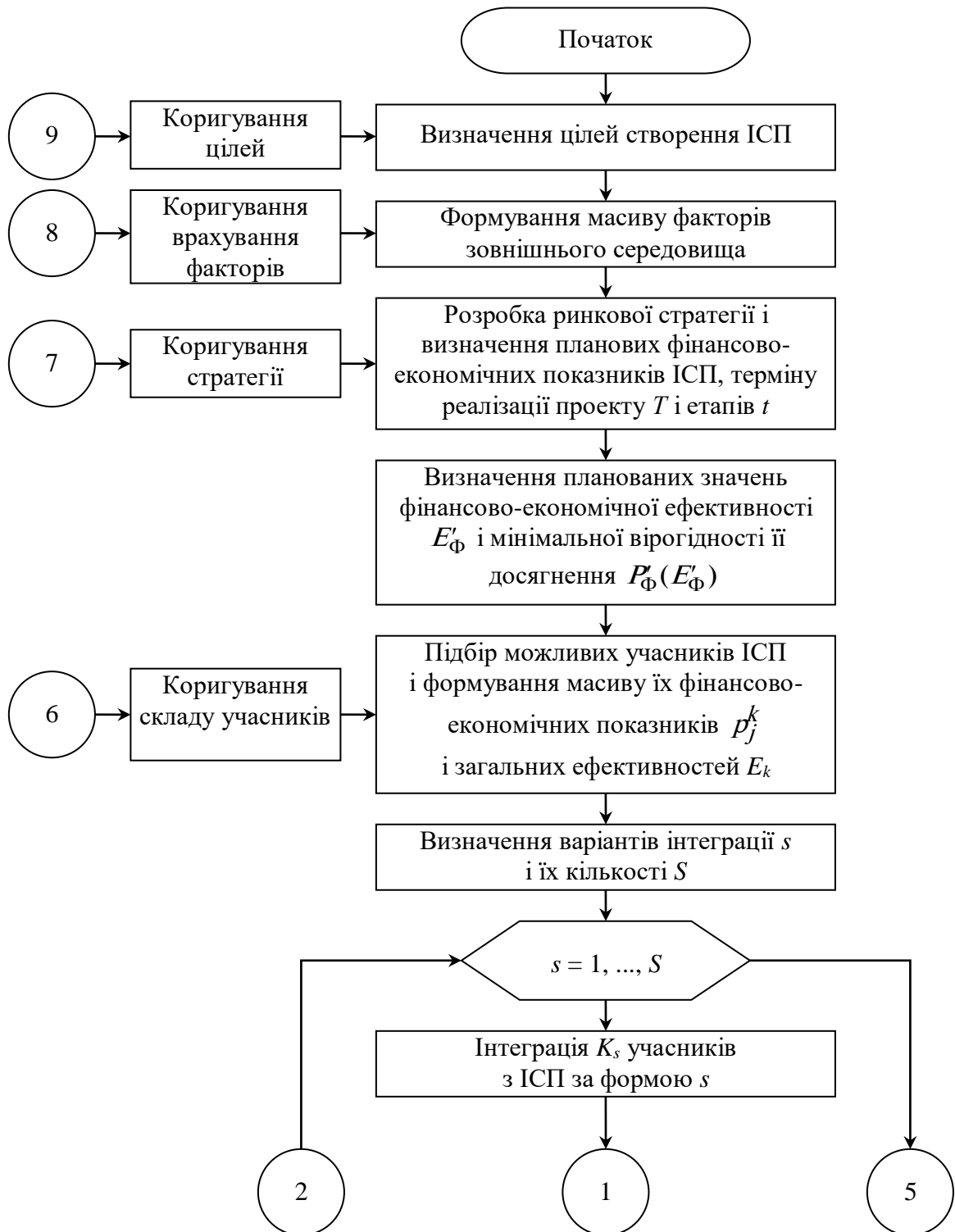
Показник фінансово-економічної ефективності E_{Φ}^{ks} та виграш Ψ_k^s поняття тотожні.

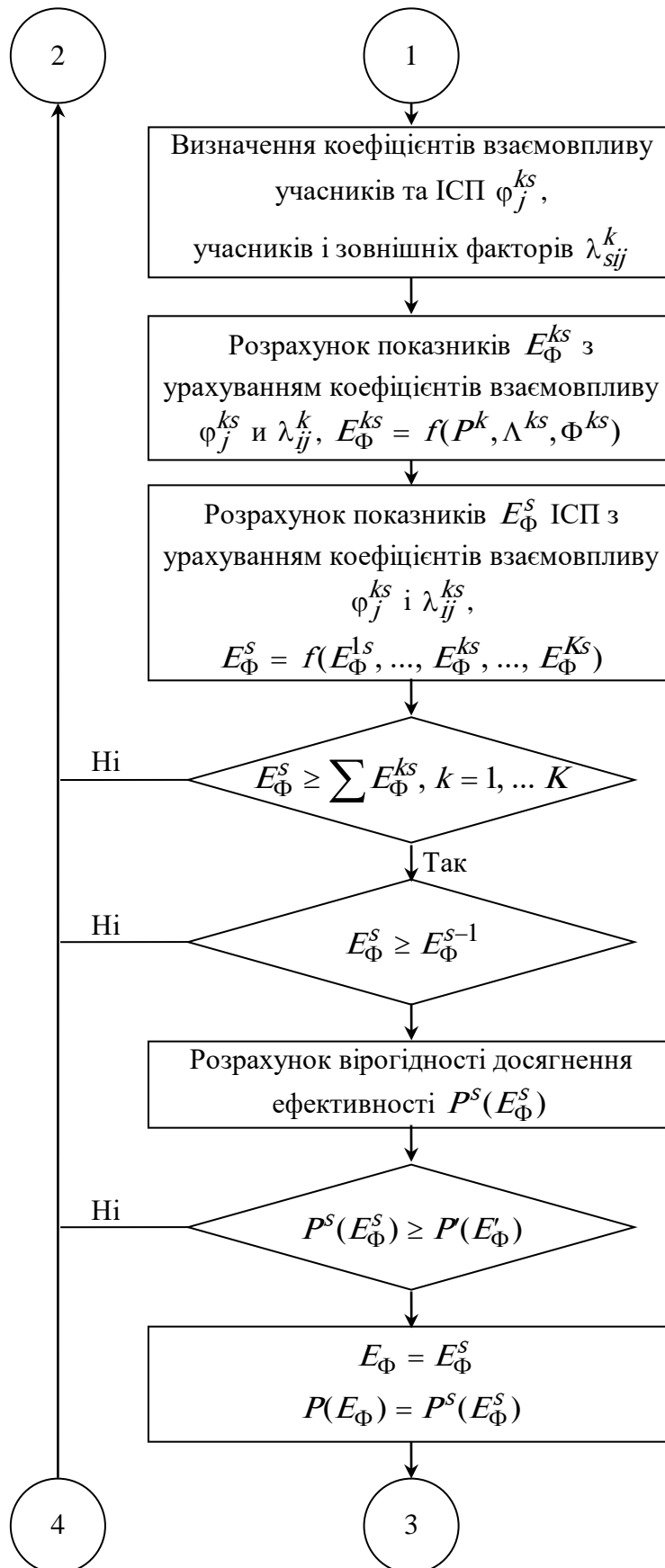
Процес проведення реструктуризації зображено за допомогою структурно-функціональної блок-схеми моделювання створення та ефективного функціонування інтеграційної структури підприємств (рис. 4.17).

Перш, ніж приймати рішення і починати процес інтеграції підприємства необхідно визначитись з метою її проведення. Однією з основних цілей діяльності інтеграційної структури є підвищення показника фінансово-економічної ефективності E'_{Φ} при мінімально допустимій ймовірності її досягнення $P_{\Phi}(E'_{\Phi})$.

Після визначення цілей, потрібно перейти до наступного етапу – систематизації факторів зовнішнього середовища I , які впливають на функціонування інтеграційної структури. Від обраної маркетингової стратегії залежить досягнення цілей. Під час підготовки стратегії визначаються методи та критерії досягнення мети, планові фінансово-економічні показники, терміни T та етапи t реалізації проекту, плануються показники ефективності та ймовірності досягнення [58].

Із сукупності бізнес-одиниць, кожна з яких має свої значення фінансово-економічних показників p_j^k , формується їх перелік K із врахуванням мети, методів їх досягнення, показників макросередовища, способів функціонування об'єднаного утворення, досягнутих значень фінансово-економічних показників. Кожен структурний елемент об'єднаного утворення має власну загальну ефективність E^k .





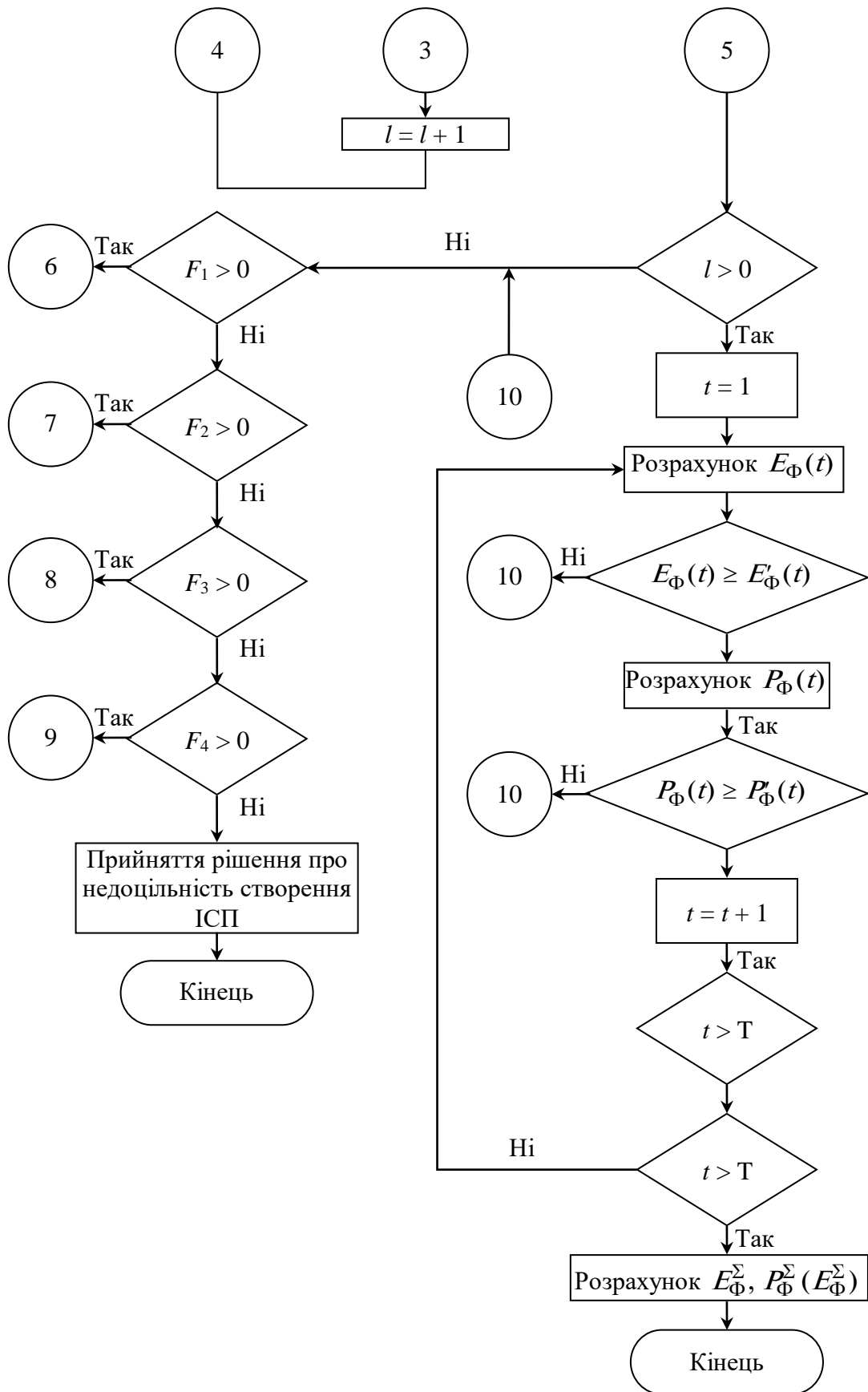


Рис. 4.17. Структурно-функціональна блок-схема моделювання створення та ефективного функціонування інтеграційної структури підприємств
Джерело: Авторська розробка

Потім аналізуються претенденти, які у перспективі планується об'єднати в єдину структуру. Показник загальної кількості цих претендентів позначено через S . Проводиться оцінка фінансово-економічної ефективності кожного із учасників.

Перш за все розраховуються коефіцієнти взаємозв'язку між факторами зовнішнього середовища та учасниками λ_{ij}^{ks} , учасників та інтеграційної структури φ_j^{ks} . Фінансово-економічну ефективність E_{Φ}^{ks} k -го учасника за варіантом інтеграції s можна обчислити, використовуючи показники λ_{ij}^{ks} і φ_j^{ks} , фінансово-економічні показники учасників p_j^{ks} :

$$E_{\Phi}^{ks} = f(P^{ks}, \Lambda^{ks}, \Phi^{ks}). \quad (4.75)$$

Наступним етапом є визначення загального показника фінансово-економічної ефективності інтеграційної структури E_{Φ}^s при інтеграції учасників за варіантом s :

$$E_{\Phi}^s = f(E_{\Phi}^{1s}, \dots, E_{\Phi}^{ks}, \dots, E_{\Phi}^{K}). \quad (4.76)$$

Збільшення чи зменшення показника загальної ефективності E_{Φ}^{ks} відбувається під час взаємодії учасників при дотриманні умови зберігання об'єднаності:

$$E_{\Phi}^s \geq \sum E_{\Phi}^{ks}. \quad (4.77)$$

Після визначення динаміки показника загальної ефективності, обчислюється найбільше значення фінансово-економічної ефективності E_{Φ}^s . Для цієї величини розраховується ймовірність $P_{\Phi}^s(OE_{\Phi}^s)$ набуття встановленого значення ефективності. Розраховану величину ймовірності $P_{\Phi}^s(E_{\Phi}^s)$ порівнюють з мінімально допустимим значенням ймовірності $P_{\Phi}^s(E_{\Phi}^s)$.

В процесі обчислення варіантів фінансово-економічної ефективності використовується показник l (наявність прийнятних варіантів фінансово-економічної ефективності E_{Φ}^S) з метою встановлення позитивного результату [59,60,61].

Якщо показник l при розрахунках набуває від'ємного значення ($l \leq 0$), тоді робиться перевірка та можлива поправка показника F_1 (кількісного складу учасників). При підтвердженні можливості здійснюється поправка. У випадку неможливої зміни кількості учасників приймається рішення щодо коригування стратегії створення та діяльності інтеграційної структури, спроектовані показники, період виконання проекту F_2 . За умови виявлення недоцільності таких змін, тоді розглядається можливість поправок факторів макросередовища. Зокрема, необхідність уточнити наявні фактори, використання допоміжних зовнішніх факторів, можливість змінювати фактори для отримання бажаного результату. За таких умов з'являється можливість внесення змін щодо використання факторів макросередовища [62].

У випадку відсутності можливих варіантів внесення поправок до розробки стратегії, проте бажаний результат не досягнуто, тоді вносяться зміни до поставлених цілей організації та роботи об'єднаного утворення F_4 . Якщо запропоновані заходи не дали позитивних результатів, тоді утворення інтеграційної структури не має сенсу.

Якщо на завершальному етапі планування за умови досягнення бажаних результатів значень фінансово-економічної ефективності E_{Φ} , у кожному періоді t реалізації проекту обчислюється $E_{\Phi}(t)$. Крім того, необхідно перевірити ймовірність досягнення ефективності $P_{\Phi}(t)$.

На завершальному етапі моделювання створення та ефективного функціонування інтеграційної структури підприємств здійснюється обчислення, враховуючи всі стадії, загального показника фінансово-економічної ефективності від реалізації проекту та ймовірності її отримання.

Висновки до четвертого розділу

В четвертому розділі роботи запропонована методологія створення і функціонування корпоративних структур промислових підприємств в результаті інтеграційної реструктуризації. Проведене організаційно-економічне моделювання процесу створення інтегрованих структур, розроблено концептуальні засади формування реструктуризованої моделі діяльності підприємства, сформовано алгоритм управління інтеграційною реструктуризацією та розроблено модель створення інтеграційної структури промислових підприємств.

1. В межах методології проведення інтеграційної реструктуризації сформовано організаційно-економічну модель реалізації процесу інтеграції виробництв промислових підприємств. В моделі визначається сукупність економічних, виробничих, науково-технічних, фінансових, матеріальних можливостей об'єднаного утворення підприємств.

На основі виробничої програми розробляється план роботи об'єднаного виробництва. На базі плану формулюється номінальна виробнича програма, в якій враховано стратегічну мету, наявні ресурси, якими розпоряджається інтеграційна структура.

2. Обґрунтовано використання процесного підходу при управлінні інтеграційною структурою підприємств, який передбачає всебічний аналіз її виробничо-фінансової діяльності для прийняття оптимальних управлінських рішень. Основною метою аналізу є контроль за ефективністю функціонування, а також пошук можливості для її підвищення.

Запропонована базова схема етапів організації та перетворення підприємства дозволяє завчасно оцінити можливі стану підприємства з точки зору його організаційної структури та можливих перехідних стратегій. Розроблена економіко-математична модель організації та функціонування інтеграційної структури підприємств дозволяє підвищити її ефективність за рахунок регулярної оцінки та перерозподілу ресурсів, вкладених

підприємством-метою в потенціал створеної структури. Контроль за використанням ресурсів дозволяє знизити втрати, що виникають при їх неоптимальному розподілі.

3. Запропоновано методичний підхід підвищення рівня ефективності функціонування інтеграційної структури промислових підприємств. В основу підходу покладено підвищення загальної ефективності (E) функціонування інтеграційної структури при одному з визначених видів інтеграційно-організаційних зв'язків між промисловими підприємствами. Визначено доцільність розрахунку альтернатив досягнення загальної ефективності інтеграційної реструктуризації, за рахунок визначення ряду ефективностей: загальна виробничо-технологічна, загальна соціально-екологічна, загальна інформаційно-організаційна, загальна фінансово-економічна.

4. Запропоновано в межах інтеграційної реструктуризації виокремити алгоритм формування фінансових результатів діяльності підприємств-учасників реструктуризації. Визначено фактори і вектори досягнення бажаного рівня ефективно інтегрованої структури. Було побудовано модель ієрархічної структури «дерева цілей» визначення ефективності функціонування інтеграційної структури підприємств в межах проектного підходу.

5. Розроблено аналітичну модель створення інтеграційної структури підприємств на основі врахування фінансово-економічної діяльності кожного учасника інтеграційної реструктуризації. Запропоновано ряд коефіцієнтів оцінки ступеня взаємовпливу кожного учасника на інших учасників інтеграційної структури. Це дозволяє розрахувати фінансово-економічної ефективності в процесі інтеграції, а також визначити величину виручки від реалізації інтеграційної структури і запланованих інвестиційних витрат в межах загальної корпоративної стратегії.

6. Розроблено і аналітично обґрунтовано методичний підхід по управлінню процесом інтеграційної реструктуризації в середовищі промислових підприємств, який представлено у вигляді проекту створення та

ефективного функціонування інтеграційної структури при проведенні реструктуризації (злиття/поглинання). Метою ефективного функціонування інтеграційної структури визначено фінансово-економічну ефективність максимально допустимою ймовірністю її досягнення через використання розрахункових показників теорії ігор і введення вектору Шеплі, за рахунок якого оцінюється очікувана організаційна і фінансова вигода гравців-учасників інтеграційної угоди.

7. Розроблено науково-методичний підхід комплексного утворення та ефективного функціонування інтеграційної структури підприємств. Підхід базується використання ряду етапів: 1. оцінка показника фінансово-економічної ефективності інтеграції; 2. систематизація факторів зовнішнього середовища, які впливають на функціонування інтеграційної структури; 3. аналіз претендентів до вступу; 4. визначення загального показника фінансово-економічної ефективності інтеграційної структури; 5. Визначення ймовірності досягнення максимального показника загальної ефективності інтеграційної структури.

Результати дослідження, які визначають науковий внесок здобувача і визначають наукову новизну дисертаційної роботи представлені в наступному ряді публікацій: [12, 16, 25, 36, 37, 45, 46, 58, 61, 62].

Список використаних джерел до розділу 4

1. Аистова М. Д. Реструктуризация предприятий: вопросы управления. Стратегии, координация структурных параметров, снижение сопротивления преобразованиям : монография. Москва : Альпина Паблишер, 2002. 287 с.

2. Данилишин Б. М., Микитенко В. В. Макросистемна еволюція української економіки : монографія. У 2 т. Т.2. Київ : РВПС України НАН України; Вид-во ЗАТ «Нічлава», 2008. 210 с.
3. Зікій Н. Л. Еволюційний шлях розвитку поняття «реструктуризація підприємства» та його характерні ознаки. Економічний простір. 2015. № 97. С. 172-180.
4. Коупленд Т., Муррін Д. Стоимость компаний: оценка и управление : пер. с англ. 2-е изд. Москва : ЗАО «Олимп–Бизнес», 2000. 576 с.
5. Новікова М.В. Управління підготовчим етапом реструктуризації промислових підприємств : автореф. дис. ... канд. екон. наук : 08.00.04. Харків, 2009. 20 с.
6. Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики. Москва : Начала, 1997. 256 с.
7. Стратегічні виклики ХХІ століття суспільстві та економіці України / за ред. В.М. Гейця, В.П. Семиноженка та Б.Є. Кваснюка. у 3-х томах, т.1. Київ : Фенікс, 2007. 542 с.
8. Полуэктов А. А. Новые методы оценки компаний в сделках слияния и поглощения. Москва : МАКС Пресс, 2004. 87 с.
9. Розен В. В. Теория игр и экономическое моделирование. Саратов, 1996. 79 с.
10. Харшаньи Дж., Зельтен Р. Общая теория выбора равновесия в играх. Санкт-Петербург : Экономическая школа, 2001. 405 с.
11. Кучерова Г.Ю. Формалізація інноваційної та маркетингової складових потенціалу машинобудівного підприємства. Прометей. 2014. № 3. С. 67-71.
12. Makedon V.V., Korneyev M.V. The theoretical and methodological principles of activity and modeling the development of the entities of the financial and real sectors of the economy. *Středoevropský věstník pro vědu a výzkum*. 2014. №8 (10). P. 5-10.

13. Худoley В. Ю., Микитенко В. В. Організаційно-економічна палітра сучасних умов варіативності трансформаційних змін в межах національної промисловості. Вісник МНТУ: Серія: Економічні науки : зб. наук. пр. Київ: Вид-во МНТУ МОНмолодьспорту України, 2012. № 3 (7). С. 5-16.
14. Чумакова Т.М. Аналіз сучасного стану машинобудівного комплексу України. URL: <http://www.nbu.gov.ua>.
15. Auerbach A.J. The effects of taxation on the merger decision. Corporate Takeovers: Causes and Consequences. Chicago : University of Chicago Press. 2008. P. 157-183.
16. Македон В.В. Визначення корпоративної стратегії компанії на етапі планування злиття або поглинання. Economic Innovative potential of socio-economic systems: the challenges of the global world : Conference Proceedings, June 30th, 2016, Lisbon. Lisbon : Baltija Publishing, 2016. Part II. P. 49-51.
17. Шубна О. В., Лозгунова А. С. Сучасний стан, проблеми і перспективи розвитку машинобудівного комплексу України. Научный вестник ДГМА. 2017. №3 (24). С. 153-158.
18. Дзюба М. І. Аналіз стану машинобудівних підприємств України на зовнішніх та внутрішніх ринках. URL: <http://www.mev-hnu.at.ua>.
19. Кныш М. И., Пучков В. В., Тютиков Ю. П. Стратегическое управление корпорациями. Санкт Петербург : КультИнформ-Пресс, 2002. 239 с.
20. Метеленко Н. Г. Теоретичні аспекти організації виробництва в умовах розробки концепції проектування організаційної структури управління промисловим підприємством. Інвестиції: практика та досвід. 2009. № 11. С. 23-28.
21. Москаленко В.П. Реструктуризация предприятий – основа улучшения использования их производственного потенциала. Вісник Української академії банківської справи : зб. наук. пр. 2000. № 1(8). С. 61-64.

22. Многоликая глобализация / под ред. П. Бергера и С. Хантингтона, пер. с англ. В.В. Сапова, под ред. М.М. Лебедевой. Москва : Аспект Пресс, 2010. 379 с.
23. Палига Є.М. Реструктуризація підприємств видавничо-поліграфічної галузі як основа стратегії конкурентоспроможності і розвитку корпоративного управління. Вісник економічної науки України. 2016. № 2. С. 143-148.
24. Потенціал національної промисловості: цілі та механізми ефективного розвитку : монографія / В. М. Гєєць, Ю. В. Кіндзерский, В. В. Микитенко, М. М. Якубовський та ін. ; за ред. канд. екон. наук Ю. В. Кінзерского. Київ : Вид-во ІЕП НАН України, 2009. 928 с.
25. Македон В.В. Визначення рівня корпоративного контролю при злиттях і поглинаннях компаній. Бізнес та інновації у сучасному світі : тези доп. учасників II Міжнар. наук.-практ. конф., 11-12 квітня 2011 р., м. Луганськ. Луганськ : Луганський національний університет імені Тараса Шевченка, 2011. С. 160–163.
26. Скворцов І.Б. Парадокси, догми і реальність економічної теорії: мікроекономіка для економістів : монографія. Львів : Видавництво Національного ун-ту «Львівська політехніка», 2007. 340 с.
27. Назарова Г. В., Іванісов О. В., Доровської О. Ф. Управління розвитком діяльності промислових підприємств : монографія. Харків : Вид. ХНЕУ, 2010. 240 с.
28. Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances. URL: http://www.ima-a-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html#TopMergersAcquisitions_Worldwide.
29. Чемерис А., Юринець Р., Мицишин О. Методи оптимізації в економіці : навч. посіб. Київ : Центр навчальної літератури, 2006. 152 с.
30. Банкрутство і санація підприємства: теорія і практика кризового управління : монографія / Т. С. Клебанова, О. М. Бондар, О. В. Расвнева та ін. за ред. О. В. Мозенкова. Харків : ІД «ИНЖЭК», 2003. 271 с.

31. Бафсет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями. Москва : «Альпина Паблишер», 2009. 272 с.
32. Вакульчик О. М. Корпоративне управління: економіко-аналітичний аспект. Дніпропетровськ : Пороги, 2003. 256 с.
33. Гейц В. М. Перехідна економіка. Київ : Вища школа, 2003. 591 с.
34. Власов М. П. Моделирование экономических процессов. Ростов н/Д : Феникс, 2005. 409 с.
35. Вовк В. М. Математичні методи дослідження операцій в економіко-виробничих системах : монографія. Львів : Видавничий центр ЛНУ імені Івана Франка, 2006. 622 с.
36. Македон В.В. Інноваційні підходи реструктуризації промислових підприємств: теорія, методологія, практика : монографія. Запоріжжя : Видавничий дім «Гельветика», 2018. 514 с.
37. Македон В.В. Ринкова вартість як критерій ефективності злиттів та поглинань промислових компаній. Регіональна бізнес-економіка та управління. 2012. №1(33). С. 26-31.
38. The Economist. Economics A-Z. London : The Economist. URL: <http://www.economist.com/research/economics/>.
39. Reed Stanley Foster, Alexandria Lajoux. The Art of M&A, 4th Ed. McGraw-Hill, 2007. 1100 p.
40. Hamilton G., Hill M., Knirsch P., Zaleski E. Red Transnational or Red Herrings New Yourk, 2007. 518 p.
41. Полякова О. Ю. Моделирование системных характеристик экономики : учеб. пособие. 2-е изд., стереотип. Харьков : Издательский дом «ИНЖЭК», 2006. 296 с.
42. Поплавська Ж. В. Синергізм в економіці. Вісник НАН України. 2001. № 5. С. 27-32.
43. Олексюк О. І. Економіка результативності підприємства : монографія. Київ : КНЕУ, 2008 362 с.

44. Створення інтегрованих систем як шлях адаптації підприємств до змін у ринковому середовищі / Механізми стабілізації й розвитку діяльності підприємств : монографія / Міценко Н. Г., Березін О. В., Гросул В. А. та ін. ; під ред. О. О. Шубіна, Л. В. Фролової. Донецьк : вид-во «Ноулідж» (донецьке відділення), 2013. 513 с.
45. Македон В.В. Ефективність угод злиттів та поглинань компаній. Проблеми і перспективи розвитку підприємництва : тези доп. учасників III Міжнар. наук.-практ. конф., 11 грудня 2009 р., м. Харків. Харків : ХНАДУ, 2009. Т.1. С. 102-103.
46. Македон В.В. Ринкова вартість як критерій ефективності злиттів та поглинань промислових компаній. Регіональна бізнес-економіка та управління. 2012. №1(33). С. 26-31.
47. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємств : монографія. Київ : КНЕУ, 2002. 272 с.
48. Мащенко В. Е. Системное корпоративное управление. Москва : Сирин, 2003. 251 с.
49. Коломыцева Л. А. Механизм управления реструктуризацией предприятия: сущность, содержание, задачи. Организатор производства. 2008. № 1. С. 32-37.
50. Кіпа М. О. Сутність та напрями реструктуризації підприємства. Економіка та держава. 2017. № 6. С. 64-71.
51. Бутник О. М. Економіко-математичне моделювання перехідних процесів у соціально-економічних системах : монографія. Харків : Видавничий Дім «ІНЖЕК»; СПД Лібуркіна Л.М., 2004. 304 с.
52. Бившева Л. О., Кондратенко О. О. Реструктуризація підприємства як форма організаційних змін в умовах транзитивної економіки. Вісник Донбаської державної машинобудівної академії. 2015. № 3. С. 186-190.
53. Алгоритмы: построение и анализ : монография / Т. Кормен, Ч. Лейзерсон, Р. Ривест : Москва : МЦНТО, 1999. 206 с.

54. Банкрутство і санація підприємства: теорія і практика кризового управління : монографія / Т. С. Клебанова, О. М. Бондар, О. В. Раєвнева та ін. за ред. О. В. Мозенкова. Харків : ИД «ИНЖЭК», 2003. 271 с.
55. Колот Ю. П. Теория систем и системный анализ : монография. Москва : Наука, 2003. 368 с.
56. Малярець Л. М., Штереверя А. В. Збалансована система показників в оцінці діяльності підприємства : монографія. Харків : Вид ХНЕУ, 2008. 180 с.
57. Матвієнко В. Я. Прогностика. Київ : Українські пропілеї, 2000. 484 с.
58. Македон В.В. Корпоративний контроль як складова інтеграційних процесів компанії. Вісник ДонНУЕТ. Серія економічні науки. 2007. №4 (36). С. 210-216.
59. Попов Ю. Д., Тюптя В. І., Шевченко В. І. Методи оптимізації. Київ : КНУ, 2003. 215 с.
60. Joseph G. Mergers and Acquisitions: managing the transaction. New York : McGraw-Hill, 1997. 302 p.
61. Makedon V.V., Korneyev M.V. Financial and real sectors of economy: convergence and prospects of development : monograph. United Kingdom, Sheffield : Science and Education Ltd, 2013. 174 p.
62. Македон В.В. Організація, критерії і принципи ефективних корпоративних злиттів та поглинань. Наука й економіка. Науково-теоретичний журнал Хмельницького економічного університету. 2011. Випуск 2 (22). С. 68-74.

РОЗДІЛ 5

ПРАКТИЧНЕ ЗАСТОСУВАННЯ КОНЦЕПЦІЇ ІНТЕГРАЦІЙНОЇ РЕСТРУКТУРИЗАЦІЇ ПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ

5.1. Інвестиційна привабливість підприємства-мети на передінтеграційному етапі реструктуризації

Якісно позитивні темпи появи ряду інтеграційних угод серед вітчизняного промислового сектора супроводжується і нагнітанням від'ємної динаміки через отримання негативних ефектів після реалізації угоди злиття/поглинання. Ця причина є головною в тому, що виникає потреба розробки методичних положень та їх практичної апробації впровадження методик злиттів/поглинань (M&A) при проведенні саме інтеграційної реструктуризації в промисловості. Автор вважає, що досягнення належного рівня ефективності протікання злиттів/поглинань в середовищі промислових підприємств можна методично описати за допомогою трьох груп чинників:

1. Рівень належного обґрунтування підприємства-мети для здійснення угоди злиття/поглинання;
2. Якість попередньої діагности фінансово-економічної доцільності угоди по інтеграції due – diligence (попередня оцінка підприємства-мети);
3. Формулювання плану-тактики інтеграційної реструктуризації.

Дисертант для кожної група чинників, ставить мету визначити рівень взаємовпливу та взаємоув'язки на кожному етапі як життєвого циклу підприємств-учасників, так саме і протікання інтеграційної реструктуризації, що дасть можливість отримати пошуковий організаційно-економічний ефект. При цьому автор вважає, що саме належна первинна оцінка якості інвестиційної привабливості для підприємства-мети (підприємства В), той єдиний фактор і запорука позитивного результату інтеграції.

Інвестиційна привабливість, як економічна категорія не має єдиного

трактування. Розглянемо цю категорію більш розлого. Як зазначено в роботі В. Бішаара, Дж. Найта та А. Вассенера, то «Інвестиційна привабливість компанії характеризується як комплекс показників діяльності, який визначає для інвестора область переважних значень інвестиційної поведінки; має ряд аспектів, серед яких: технічний, комерційний, екологічний, інституціональний, соціальний, фінансовий» [1, стр. 109-110]. Інший «дослідник О.С. Черемних відзначає, що «...під інвестиційною привабливістю розуміється наявність економічного ефекту (доходу) від вкладення коштів в активи при мінімальному рівні ризику» [2, стр. 252]. За думкою ряду авторів: А.А. Пилипенко [3], В.В. Стадник, О.В. Замазій [4], К. Ферріс та Б. Пешеро-Петі [5], інвестиційна привабливість – інтегральна характеристика об'єкту інвестування (підприємства, проекту) з позицій перспективності розвитку, прибутковості інвестицій і рівня інвестиційних ризиків;

Ми виділили головні визначення категорії «інвестиційна привабливість», при цьому різні фактори інвестиційних можливостей та інтеграційних стремлень промислових підприємств широко представлені в роботах [6,7,8,9,10,11,12,13,14,15,16].

Дисертант переконаний, що в економічній і фаховій літературі немає єдиного та визнаного методичного інструментарію або методики оцінки ефективності і доцільності використання угод злиттів/поглинань при проведенні саме інтеграційної реструктуризації в промисловості. Це також формує необхідність пошуку та введення методичного підходу до оцінки інвестиційної привабливості і підприємства-мети, бо через відсутність належного методичного забезпечення ефективність інтеграційної реструктуризації може бути поставлена під сумнів.

Вважаємо за потрібне ввести в роботу диференційований підхід з метою початку проведення оцінки інвестиційної привабливості для підприємства-мети і з'ясувати мотиваційні фактори початку і необхідності для інтеграційної реструктуризації, з'ясувати потребу у злитті/поглинанні

для кожного випадку в роботі підприємств і розробити якісний кортеж оціночних показників.

Автор вводить наступний формат класифікації підприємств-цілей в якому мотив початку злиття/поглинання підпорядковується поточним умовам діяльності підприємства-мети (табл. 5.1):

Таблиця 5.1

Класифікація підприємств-цілей в залежності від мотивів злиття/поглинання при плануванні інтеграційної реструктуризації

Мотив М&А	Тип цільової підприємства
Придбання недооціненого підприємства	Недооцінена ринком підприємство
Диверсифікація бізнесу	<p>Підприємство з типом бізнесу, що не корелює з бізнесом підприємства-покупця (наприклад, нециклічне або протифазове фазам покупця підприємство).</p> <p>Підприємство, яке веде господарську діяльність в тій же сфері, що і підприємство-покупець (підприємства-аналоги, споріднені підприємства, підприємства, що належать до одного виробничо-збутового ланцюжка) (вертикальна або горизонтальна інтеграція).</p>
Операційна синергія	<p>Джерела операційної синергії:</p> <ul style="list-style-type: none"> - економія від масштабу. Можливість підвищувати ціну внаслідок послаблення конкуренції і зростання частки ринку, що повинно привести до вищої маржі і операційного доходу; - об'єднання різних функціональних сил: підприємство з великими маркетинговими можливостями купує підприємство з хорошою предметно-виробничою спеціалізацією; - прискорене зростання на нових або існуючих ринках: придбання підприємства на ринку, що розвивається, яка має розвинену дистрибуторську мережу, відомий бренд - переваги для збільшення обсягів продажів підприємства-мети.

Функціональна синергія	<p>Підприємство, що перевершує по ряду цільових характеристик- джерел функціональної синергії – підприємство-покупця.</p> <p>Джерело функціональної синергії (приклад): придбання підприємства з високодохідними проектами і обмеженими грошовими коштами.</p>
Фінансова синергія	<p>Підприємство, що характеризується хорошими показниками фінансової ефективності діяльності, позитивною репутацією в бізнес-колах, наявністю вільних грошових потоків.</p> <p>Джерела фінансової синергії:</p> <ul style="list-style-type: none"> - зростання здатності залучення позикових коштів; - збільшення грошових потоків.
Зниження податкового тягаря	<p>Підприємство з великими, перенесеними в майбутнє чистими операційними збитками, підприємство зі значним обсягом короткострокових і довгострокових зобов'язань, з ризиком банкрутства</p>
Придбання корпоративного контролю	<p>Підприємство із слабкою структурою управління, з розпорошеним складом власників (максимальна частка одного власника в статутному капіталі не досягає 50%, найбільш поширений випадок, коли максимальний розмір пакету акцій, що належить одному власникові, знаходиться в межах 20-30%), підприємство працює в галузі, яка характеризується високим потенціалом прибутків</p>
Індекс менеджменту підприємства-покупця	<p>Чіткі критерії відсутні</p>
Особливий випадок	Закриті (непублічні) підприємства
	Молоді підприємства
	Підприємства з негативним прибутком

Джерело: систематизовано автором за даними [17,18,19,20,21,22]

Автор вважає, що при розробці методики оцінювання інвестиційної привабливості підприємств-цілей необхідним буде визначення першочергових особливостей в первинний умов діяльності таких підприємств в залежності від галузі, при утворенні ІСП.

1. Тренд падіння/зростання:

– промислові підприємства які мають галопуючий тред приросту базових економічних і фінансових показників, і темп цього приросту на 10-12% перевищує макроекономічні показники прибутковості і приросту ВВП;

– промислові підприємства які мають стабільний тренд розвитку, що виражається у додатних приростах чистого прибутку, і ці рівні випереджають макроекономічні показники прибутковості і приросту ВВП;

– промислові підприємства які мають помірний тренд росту, в цій групі темпи приросту рівня чистого прибутку, дещо, як правило на 1-2% перевищують макроекономічні показники прибутковості і приросту ВВП [23].

2. Потенціал комплексного господарського зростання:

– стійкі і непорушні, визнані гравцями ринку конкурентної переваги;

– якість системи управління та управлінської діагностики стратегічного і виробничого розвитку підприємства у коротко-, середньо- і довгостроковій перспективі;

– монопольні і олігопольні сфери національної економіки природньо мають бар'єри для входження в них, що може утворювати для учасників цього ринку потенціал зростання [23,24].

На рисунку 5.1. сформовано класифікаційний спектр використовуваних в практиці промислової інтеграції методичних підходів для проведення оцінки інвестиційної привабливості підприємства-мети. Автор вважає що в національній практиці промислового розвитку, найбільш використовуваними є підходи, презентовані у квадратах з 1-го по 3-й, також при цьому зазначене поле квадратів має за мету організувати саме аналіз інвестиційної привабливості.



Рис. 5.1. Методичні підходи, використовувані при плануванні ІР та оцінювання рівня інвестиційної привабливості підприємства-мети

Джерело: Побудовано автором за даними [25,26,27,28]

Оцінку методики визначення рівня інвестиційної привабливості підприємства-мети слід доповнити класифікаційним полем поєднання факторів інвестиційної привабливості, групування котрих презентовано на рисунку 5.2.



Рис. 5.2. Поєднання факторів інвестиційної привабливості в середовищі промислових підприємств

Джерело: Побудовано автором за даними [29,30,31]

Представлені на рис. 5.2. фактори інвестиційної привабливості підприємства-мети будуть введені в аналіз та представлені у розрахунково-апробаційному параграфі дисертації для підтвердження рівня їх практичної

цінності.

Нами були проаналізовані фактори макросередовища, які здійснюють вплив на ІСП (див. пп. 4.1.). Серед сукупності всіх факторів нами виділено такі:

а) природно-кліматичні – відстань від одного виробника до іншого, приміщень підприємств для зберігання продукції та покупців;

б) ресурсні – недостатня кількість вузькоспеціалізованих фахівців у сфері машинобудування, обмеження сировини та матеріалів для виготовлення машинобудівної продукції, простої у виробництві через затримку в постачанні електроенергії, недостатність оборотних коштів, відсутність можливості джерел зовнішнього фінансування[32, 33];

«в) політичні – несприятливий стан у суспільстві викликаний дестабілізуючими факторами;

г) ринкові – наявність активного і стабільного попиту на товари, низька платоспроможність покупців, бартерний обмін [32, 33].»

Ми можемо сформувати стратегію щодо підвищення якісних показників виготовленої продукції, розширення асортименту, підвищення сервісного обслуговування та забезпечення вчасних поставок споживачам машинобудівної продукції.

Розглянемо модель взаємодії промислових підприємств з такими показниками: планова виручка від реалізації (V_r') – 100 тис. грн., витрати, пов'язані з виробництвом і реалізацією (Z_m') – 70 тис. грн.

Із пошуку та організації можливих учасників починається утворення інтеграційної структури. До складу цієї структури входить підприємство-постачальник необхідних матеріалів для виробництва і підприємства-виробник машинобудівної продукції. Результати діяльності цих підприємств за звітній період (в абсолютних умовних одиницях, крім E_ϕ) такі:

підприємство: $Z_m = 10$, $V_r = 15$, $E_\phi^{k_0} = 0,5$;

постачальник: $Z_m = 4$, $V_r = 6$, $E_\phi^{k_0} = 0,5$;

підприємство: $Z_m = 5$, $V_r = 7$, $E_{\Phi}^{k_0} = 0,4$.

$$E_{\Phi} = \frac{V_r - Z_m}{Z_m}, \quad (5.1)$$

де Z_m – повні витрати, пов'язані з отриманням виручки від реалізації продукції;

V_r – виручка від реалізації продукції;

$E_{\Phi}^{k_0}$ – показник фінансово-економічної ефективності підприємства розрахований до інтеграції:

$$E_{\Phi}^{k_0} = \frac{V_r - Z_m}{Z_m}. \quad (5.2)$$

Наступним етапом нами було визначено необхідність створення об'єднаної структури із таких складових: підприємство-постачальник та підприємство-виробник КПП.

Аналіз факторів впливу макросередовища на фінансово-економічні показники кожного із підприємств проведено шляхом розрахунку коефіцієнту впливу i -го зовнішнього фактора на витрати k -го учасника (λ_{ij}^k) за формулою [34]:

$$\lambda_{iE}^k = \frac{V_r(\lambda_{iV}^k - \lambda_{iZ}^k)}{(1 + \lambda_{iZ}^k)(V_r - Z_m)}. \quad (5.3)$$

де λ_{iV}^1 – коефіцієнт впливу між i -м зовнішнім фактором та виручкою від реалізації k -го учасника;

λ_{iE}^1 – коефіцієнт впливу між i -м зовнішнім фактором та фінансово-економічною ефективністю k -го учасника;

Результати розрахунків коефіцієнтів впливу на основі цифрових даних промислових підприємств між зовнішніми факторами та показниками ефективності підприємства-виробника, підприємства-постачальника, підприємства-покупця подано в табл. 5.1-5.3.

Таблиця 5.1

Підприємство-покупець

№ з/п	Зовнішні фактори	λ_{iZ}^1	λ_{iV}^1	λ_{iE}^1
1	Географічна віддаленість	0,13	0	-0,35
2	Дефіцит кваліфікованих кадрів	0,10	0	-0,27
3	Дефіцит деяких видів матеріалів	0	0	0
4	Брак оборотних коштів	0	0	0
5	Неможливість зовнішнього фінансування	0	0	0
6	Соціальна напруженість	0,05	0	-0,14
7	Сприятлива кон'юнктура	0,01	0,65	1,90
8	Низька платіжна дисципліна	0,04	0	-0,12

Таблиця 5.2

Підприємство-мета А (постачальник матеріалів)

№ з/п	Зовнішні фактори	λ_{iZ}^2	λ_{iV}^2	λ_{iE}^2
1	Географічна віддаленість	0,18	0	-0,39
2	Дефіцит кваліфікованих кадрів	0	0	0
3	Дефіцит деяких видів матеріалів	0	0	0
4	Брак оборотних коштів	0,10	0	-0,27
5	Неможливість зовнішнього фінансування	0	0	0
6	Соціальна напруженість	0	0	0
7	Сприятлива кон'юнктура	0	0	0
8	Низька платіжна дисципліна	0	0	0

Таблиця 5.3

Підприємство-мета В (підприємство-виробник)

№ з/п	Зовнішні фактори	λ_{iZ}^3	λ_{iV}^3	λ_{iE}^3
1	Географічна віддаленість	0,06	0	-0,20
2	Дефіцит кваліфікованих кадрів	0	0	0
3	Дефіцит деяких видів матеріалів	0,02	0	-0,07
4	Брак оборотних коштів	0,12	0	-0,38
5	Неможливість зовнішнього фінансування	0,05	0	-0,17
6	Соціальна напруженість	0	0	0
7	Сприятлива кон'юнктура	0	0	0
8	Низька платіжна дисципліна	0,03	0	-0,1

Як було вже зазначено, тенденції розвитку зовнішніх факторів здійснюють вплив на взаємозв'язки між об'єднаними бізнес-одиницями. Нами розраховано за статистичною звітністю підприємств коефіцієнти взаємного впливу між внутрішніми факторами і фінансово-економічними показниками учасників інтеграційної структури (табл.5.4-5.6).

Таблиця 5.4

Підприємство-покупець

№ з/п	Зовнішні фактори	Φ_{iZ}^1	Φ_{iV}^1	Φ_{iE}^1
1	Забезпеченість виробничими фондами	0	0	0
2	Збільшення обсягу виробництва	0	0	0
3	Ступінь забезпечення якості продукції	0,12	0,28	0,43
4	Ступінь технічної готовності виробництва	0	0	0
5	Забезпеченість власними коштами	0	0	0
6	Ступінь кваліфікації персоналу	0,08	0	-0,22
7	Стан транспортно-складського господарства	0,05	0	-0,14

Таблиця 5.5

Підприємство-мета А (постачальник матеріалів)

№ з/п	Зовнішні фактори	Φ_{iZ}^2	Φ_{iV}^2	Φ_{iE}^2
1	Забезпеченість виробничими фондами	0,18	0	-0,46
2	Збільшення обсягу виробництва	0,25	0,98	1,75
3	Ступінь забезпечення якості продукції	0,15	0,25	0,26
4	Ступінь технічної готовності виробництва	0	0	0
5	Забезпеченість власними коштами	0,10	0	-0,27
6	Ступінь кваліфікації персоналу	0	0	0
7	Стан транспортно-складського господарства	0	0	0

Таблиця 5.6

Підприємство-мета В (підприємство-виробник)

№ з/п	Зовнішні фактори	Φ_{iZ}^3	Φ_{iV}^3	Φ_{iE}^3
-------	------------------	---------------	---------------	---------------

Продовження табл. 5.6

1	Забезпеченість виробничими фондами	0,05	0	-0,17
2	Збільшення обсягу виробництва	0,28	0,88	1,64
3	Ступінь забезпечення якості продукції	0	0	0
4	Ступінь технічної готовності виробництва	0	0	0
5	Забезпеченість власними коштами	0,15	0	-0,46
6	Ступінь кваліфікації персоналу	0	0	0
7	Стан транспортно-складського господарства	0	0	0

Тоді $\gamma_E^1 = 0,67$; $\gamma_E^2 = 0,41$; $\gamma_E^3 = 0,24$, а $E_{\Phi}^1 = 0,84$; $E_{\Phi}^2 = 0,71$; $E_{\Phi}^3 = 0,50$.

Вираз математичного сподівання випадкової величини $u(U)$ матиме вигляд:

$$u(\emptyset) = 0;$$

$$u(\{1\}) = u(\{2\}) = u(\{3\}) = 0;$$

$$u(\{1, 2\}) = E_{\Phi}^1 + E_{\Phi}^2 = 0,84 + 0,71 = 1,55;$$

$$u(\{2, 3\}) = E_{\Phi}^2 + E_{\Phi}^3 = 0,71 + 0,50 = 1,21;$$

$$u(\{1, 3\}) = E_{\Phi}^1 + E_{\Phi}^3 = 0,84 + 0,50 = 1,34;$$

$$u(\{1, 2, 3\}) = E_{\Phi}^1 + E_{\Phi}^2 + E_{\Phi}^3 = 0,84 + 0,71 + 0,50 = 2,05.$$

Характеристичні функції перетворено в нормалізовані форми. Враховуючи умову сильного домінування, система рівнянь для С-ядра буде

$$E_{\Phi}^1 + E_{\Phi}^2 \geq 0,76;$$

$$E_{\Phi}^2 + E_{\Phi}^3 \geq 0,59;$$

$$E_{\Phi}^1 + E_{\Phi}^3 \geq 0,65;$$

$$E_{\Phi}^3 + E_{\Phi}^2 + E_{\Phi}^3 = 1.$$

Вектор Шеплі при заданих значеннях буде єдиним рішенням. Він визначає загальну ефективність підприємств [35,36]. Величини оптимальних ефективностей підприємств розраховано як середньозважені значення:

$$E_{\Phi}^k = \Psi_k^s = \sum \mu(U)[u(U \cup \{k\}) - u(U)], \mu(U) = \frac{[u!(3-u-1)!]}{3!}. \quad (5.4)$$

Тоді:

$$E_{\Phi}^1 = \left(\frac{2}{6}\right) \cdot 0 + \left(\frac{1}{6}\right) \cdot 0,76 + \left(\frac{1}{6}\right) \cdot 0,65 + \left(\frac{2}{6}\right) \cdot 0,41 = 0,37;$$

$$E_{\Phi}^2 = \left(\frac{2}{6}\right) \cdot 0 + \left(\frac{1}{6}\right) \cdot 0,76 + \left(\frac{1}{6}\right) \cdot 0,59 + \left(\frac{2}{6}\right) \cdot 0,35 = 0,34;$$

$$E_{\Phi}^3 = \left(\frac{2}{6}\right) \cdot 0 + \left(\frac{1}{6}\right) \cdot 0,65 + \left(\frac{1}{6}\right) \cdot 0,59 + \left(\frac{2}{6}\right) \cdot 0,24 = 0,29.$$

Результативним значенням розрахунку загальної максимальної фінансово-економічної ефективності є вектор $E_{\Phi} = (0,37; 0,34; 0,29)$. Довжина вказаного вектора обчислюється за формулою:

$$(E_{\Phi})^2 = (E_{\Phi}^1)^2 + (E_{\Phi}^2)^2 + (E_{\Phi}^3)^2, \text{ тобто } E_{\Phi} = 0,58.$$

Результати порівняння розрахованих показників ефективності бізнес-одиниць до проведення об'єднання з нормалізованими значеннями ефективностей у звичайному вигляді ($E_{\Phi}^1 = 0,86$, $E_{\Phi}^2 = 0,79$, $E_{\Phi}^3 = 0,67$) показали, що ефективність кожного учасника зросла (необхідної і достатньої умови інтеграції дотримано) в процесі об'єднання при використанні вказаних факторах мікро- та макросередовища. Тому проведення інтеграції буде доцільним для всіх складових бізнес-одиниць об'єднаного утворення. Упорядкована, взаємопов'язана система управління з чітко визначеними цілями на досягнення певного результату потрібна для керівництва складним виробничо-економічним утворенням. Автоматизація розробки та управління такими видами структур потребує змін спрямованих на задоволення необхідних вимог, мати індивідуальний характер, враховувати особливості важливих умов. Результатом нашого дослідження є розробка організаційно-економічної моделі, систематизація підходів щодо розробки моделі функціонування інтеграційних структур промислових підприємств, враховуючи поставлену мету, розроблені стратегії, фактори макросередовища та взаємодію із іншими суб'єктами господарювання.

За проведеним аналізом встановлено, що на діяльність інтеграційної структури підприємств впливають фактори мікро- та макросередовища. Крім того сформовано організаційно-математичну модель необхідних і достатніх умов інтеграції, здійснені теоретичні дослідження побудови системи критеріїв діяльності підприємства та об'єднаної структури як системи грошово-кредитних відносин.

Вивчено теоретичні засади щодо розробки методів моделювання грошово-кредитних потоків в об'єднаному утворенні. В роботі представлено розробку економіко-математичної моделі грошово-кредитних потоків на прикладі послідовності побудови потоків податкових платежів.

Під взаємною дією зовнішніх і внутрішніх факторів створено модель утворення інтеграційної структури підприємств, з метою внесення можливих змін в залежності від діючих факторів. Вивчено сценарії отримання показника фінансово-економічної ефективності об'єднаної структури, враховуючи імовірнісний характер її досягнення.

З метою внесення поправок у діяльність об'єднаного утворення на кожному етапі життєвого циклу здійснено розробку структурно-функціональної блок-схеми моделювання створення та ефективного функціонування інтеграційної структури підприємств у відповідності до обраного способу моделювання.

5.2. Розробка організаційно-методичних положень проведення інтеграційної реструктуризації промислових підприємств

В роботі представимо аналітично-розрахунковий блок впровадження і апробації розробленої методики проведення оцінювання інвестиційної привабливості підприємства-мети при розробці проекту інтеграційної реструктуризації. Скелет розробленої методики ми можемо побудувати у вигляді схеми представленої на рисунку 5.3.

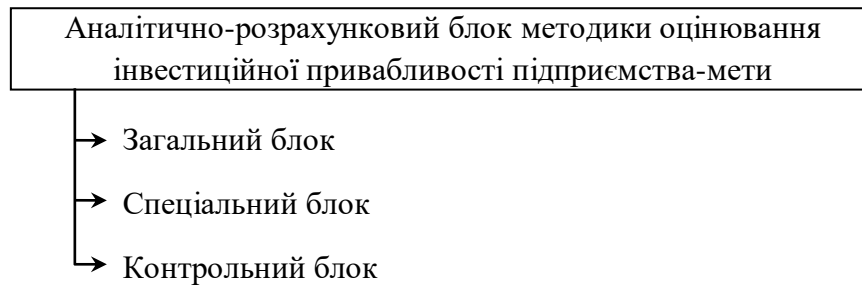


Рис. 5.3. Структура-скелет аналітично-розрахунковий блоку методики оцінювання інвестиційної привабливості підприємства-мети

Джерело: Авторська розробка

Як видно з рисунку автор пропонує методики оцінювання інвестиційної привабливості підприємства-мети розбити на три блоки аналізу і реалізації, що спростить процес і зробить його підконтрольним для підприємства-поглинача.

1. Загальний блок. В його межах тільки на базі проведення аналізу її якісних характеристик, доцільно проводити оцінку рівня інвестиційної привабливості підприємства-мети на основі аналізу її якісних характеристик, це вхідний параметр розрахунку.

2. Спеціальний блок. В його межах при введенні фактору мотиву початку процесу злиття/поглинання, підключається система аналітичних процедур, яка векторизована визначення якісного рівня інвестиційної привабливості підприємства-мети, з врахуванням формату, масштабу та виду інтеграції.

3. Контрольний блок. В його межах проводиться фахова оцінка рівня інвестиційної привабливості для підприємства-мети. В основу покладено алгоритм розрахунку показника інвестиційної привабливості для мети інтеграції.

В межах дисертаційної роботи, з метою апробації методики інтеграційної реструктуризації обрано проект злиття промислових підприємств, мотиваційним фактором якого визначено диверсифікацію господарської і виробничої діяльності [37,38,39]. Об'єктами апробації

методики інтеграційної реструктуризації визначено два машинобудівних підприємства: ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна» (підприємство-покупець) та ТОВ «Придніпровський механічний завод» (підприємство-мета).

1. Загальний блок. Згідно до введеної логіко-структурної моделі оцінювання інвестиційної привабливості підприємства-мети, першим блоком практики застосування буде «Загальний блок», структура якого наведена на рисунку 5.4.

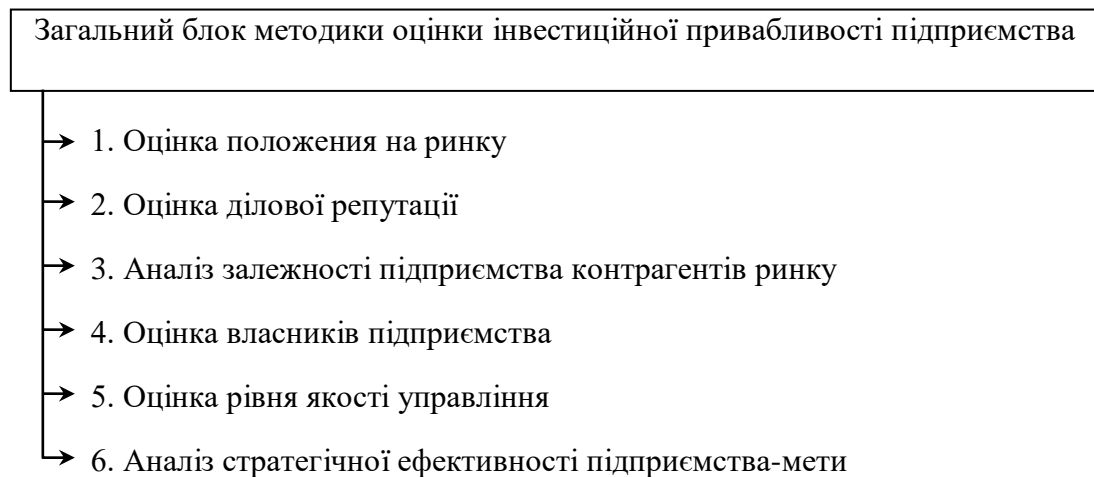


Рис. 5.4. Структура загального блоку методики оцінювання інвестиційної привабливості підприємства-мети при інтеграційній реструктуризації

Джерело: Авторська розробка

Фактор 1 – «Оцінка ринкових позицій підприємства». Об'єкти та критерії і оцінювання представлені в таблиці 5.7.

Таблиця 5.7

Оцінка положення на ринку учасників інтеграційної реструктуризації

№ п/п	Об'єкт оцінки	Критерій позитивної оцінки	Бал A_{ij}
1	Тривалість роботи на ринку	Більше двох років	5
2	Наявність конкуренції	Відсутність великих конкурентів (частка яких в порівнянні з об'ємом реалізації складає більше 30%)	4

Продовження табл. 5.7

3	Диверсифікація продукції	Широкий асортимент продукції, різні напрями збуту (на внутрішньому і зовнішньому ринку), унікальність продукції	4
4	Частка ринку	Позитивна динаміка за даними ретроспективного аналізу	5
5	Сезонність	Відсутність впливу цього чинника	4
Сума балів $\sum A_{ij}$			22
МАХ сума балів			25

A_{ij} , где i – порядковий номер фактору (об’єкт оцінки) ($i = \sum_1^n$, де $n = 5$);

Джерело: Авторська розробка

Фактор 2 – «Оцінка ділової репутації» (табл. 5.8).

Таблиця 5.8

Оцінка ділової репутації підприємств-учасників інтеграційної реструктуризації

№ п/п	Чинник	Критерій позитивної оцінки	Бал B_{ij}
1	Відгуки в засобах масової інформації	Позитивні	5
2	Відгуки партнерів по бізнесу	Позитивні	5
3	Наявність заборгованості по оплаті праці	Відсутній	5
4	Репутація якості продукції	Позитивна (наявність сертифікатів якості)	5
Сума балів $\sum B_{ij}$			20
МАХ сума балів			20

B_{ij} , де i – порядковий номер фактору ($i = \sum_1^n$, де $n = 4$); j – бал за i -м

показником ($j = \sum_1^m$, де $m = 5$).

Джерело: Розроблено автором

Фактор 3 – «Аналіз залежності підприємства від контрагентів на ринку» (табл. 5.9).

Оцінка залежності підприємства від контрагентів на ринку

№ п/п	Чинник	Критерій позитивної оцінки	Бал C_{ij}
1	Залежність від великих покупців і постачальників	Відсутній	4
2	Частка грошових розрахунків з покупцями	Переважає грошова форма розрахунків	5
3	Тривалість господарських зв'язків	Велика частина господарських зв'язків підтримується з постійними контрагентами (більше двох років)	5
Сума балів C_{ij}			14
МАХ сума балів			15

C_{ij} , де i – порядковий номер фактору ($i = \sum_1^n$, де $n = 3$); j – бал за i -м

показником ($j = \sum_1^m$, де $m = 5$).

Джерело: Розроблено автором

Блок 4 передінтеграційного етапу інтеграційної реструктуризації «Оцінка власників підприємства» (табл. 5.10).

Таблиця 5.10

Оцінка власників підприємства до початку інтеграційної реструктуризації

№ п/п	Чинник	Критерій позитивної оцінки	Бал D_{ij}
1	Інформація про склад акціонерів	Список акціонерів прозорий	4
2	Інформація про акціонерів	Акціонери і власники є працівниками підприємства, не є фіктивними особами, не діють на користь інших осіб	3
3	Характер участі акціонерів в управлінні	Беруть участь в управлінні діяльністю підприємства, виявляють цікавість до діяльності підприємства	4
4	Конфлікти між акціонерами і (чи) керівництвом	Інформація про наявність конфліктів відсутня	5

Продовження табл. 5.10

5	Розподіл пакетів акцій	Не сформований контрольний пакет акцій; частка максимального пакету акцій, що належить одному акціонерів, не перевищує 20%; "розпиленість" статутного капіталу	2
Сума балів $\sum D_{ij}$			18
MAX сума балів			25

D_{ij} , де i – порядковий номер фактору ($i = \sum_1^n$, де $n = 5$); j – бал за i -м

показником ($j = \sum_1^m$, де $m = 5$).

Блок 5 передінтеграційного етапу інтеграційної реструктуризації – «Оцінка рівня керівництва» (табл. 5.11).

Таблиця 5.11

Оцінка рівня якості управління підприємством

№ п/п	Чинник	Критерій позитивної оцінки	Бал E_{ij}
1	Старанний керівник підприємства	Прозорість призначення на посаду, наявність спеціальної економічної освіти, великий стаж роботи на керівних посадах, може впливати на ухвалення стратегічного рішення	5
2	Стійкість управлінського складу	Стабільність, висока кваліфікація кадрів, хороші рекомендації в професійних кругах	5
3	Нормативна база підприємства	Наявність внутрішньої нормативної бази, що характеризується високою ступенем деталізації, регулюючої порядок ухвалення рішень, організаційну структуру організації	5
4	Організація планування	Наявність оперативного, стратегічного бізнес-планів, що складаються на регулярній основі	5
5	Конфлікти з податковими і іншими державними органами і трудовим персоналом	Відсутність конфліктів і інформації про подібні конфлікти, дотримання встановлених норм, правил діяльності, відсутність інформації про конфлікти з трудовим персоналом	5
Сума балів $\sum E_{ij}$			25
MAX сума балів			25

E_{ij} , де i – порядковий номер фактору ($i = \sum_1^n$, де $n = 5$); j – бал за i -м

показником ($j = \sum_1^m$, де $m = 5$).

Джерело: Розроблено автором

На основі цих інформаційних блоків 1-5 загального розділу методики можна дати проміжну оцінку рівня інвестиційної привабливості підприємства-мети (табл. 5.12).

Таблиця 5.12

Проміжна оцінка інвестиційної привабливості підприємства-мети на базі якісних характеристик

№ п/п	Найменування групи	Сума балів	Вага групи X_{ij}	Підсумкова сума балів (3 × 4)
1	2	3	4	3
1	Оцінка положення на ринку $\sum A_{ij}$	22	0,2	4,4
2	Оцінка ділової репутації $\sum B_{ij}$	20	0,2	4
3	Оцінка залежності від контрагентів ринку $\sum C_{ij}$	14	0,2	2,8
4	Оцінка власників підприємства $\sum D_{ij}$	18	0,2	3,6
5	Оцінка рівня управління підприємством $\sum E_{ij}$	25	0,2	5
6	Підсумкова оцінка $\sum A_{ij} + \sum B_{ij} + \sum C_{ij} + \sum D_{ij} + \sum E_{ij}$	99	×	19,8
Мах сума балів		110		
Підсумкова оцінка-орієнтир (за умови $\sum A_{ij}, \sum B_{ij}, \sum C_{ij}, \sum D_{ij}, \sum E_{ij} - \max; X_{ij} = 0,2$)				22

X_{ij} , де i – порядковий номер групи ($i = \sum_1^n$, де $n = 5$); j – вага за i -ю

групою ($j = \sum_{0,1}^m$, де $m = 1$), $\sum X_{ij} = 1$.

Джерело: Розроблено автором

Аналітичне поле проведення оцінки, яке наведене в таблиці 5.12,

вимагає наступного розлогого трактування. Так, власне сам ваговий коефіцієнт в кожній групі формується на аналітичній базі оцінки фахівця. В нашому розрахунку, зазначаємо, що однакову важливість матимуть всі групи заведених факторів (для кожного встановлена одна вага н рівні $X_{ij} = 0,2$).

Переходячи в практичну площину, і трактуючи отримані розрахункові дані в таблиці 5.12, робимо висновок, про те, що попередня оцінка інвестиційна привабливість підприємства-мети – ТОВ «Придніпровський механічний завод» не максимальна за значенням, через низькі оцінки за рядом груп: «Оцінка ринкових позицій», «Оцінка залежності від контрагентів на ринку», «Оцінка власників підприємства».

Згідно структурної логіки представленої на рисунку 5.2, другим шаблоном нашого аналізу, стає визначення рівня стратегічної ефективності утворюваної ІСП, який ми пропонуємо сформуванати на основі використання аналітичного інструменту – коефіцієнт Пірсона. При цьому сама стратегія реалізовується з паралельним визначенням і порівнянням ряду динамічних фінансово-економічних показників. До таких показників ми включаємо: рівень валового прибутку, рівень чистого прибутку, сума виручки, показник собівартості виробленої продукції та ряд показників розрахунку в системі ІСП матеріальних, трудових і фінансових ресурсів [40].

Нормативний ряд для визначення темпів зростання показників розвитку ІСП представимо у наступному форматі:

$$P_{\text{ЧП}} > T_{\text{РП}} > T_{\text{НП}} > T_{\text{ДЗ}} > T_{\text{СП}} > T_{\text{ЗП}} \quad (5.5)$$

де T – темп зростання показника (%);

$P_{\text{ЧП}}$ – рівень чистого прибутку;

$T_{\text{РП}}$ – темп приросту прибутку від продажів;

$T_{\text{НП}}$ – темп приросту виручки;

$T_{\text{ДЗ}}$ – темп приросту дебіторської заборгованості;

$T_{\text{СП}}$ – темп приросту сукупної собівартості виробництва;

$T_{\text{ЗП}}$ – темп приросту по фонду заробітної плати.

Нормативний кортеж показників оцінки темпу розвитку ІСП буде основою при проведенні наступного аналітичного порівняння.

На першому етапі ми узагальнимо абсолютні показники фінансово-економічної діяльності ІСП, через те що звичайні показник оцінки фінансово-економічного стану для створення ІСП є малоінформативними. Через це, ми оцінено їх часову динаміку, на основі розрахунку темпів зростання (табл. 5.13 та 5.14) за формулою (5.5) [34].

$$\text{Темп зростання показника} = \frac{\text{Показник}_{\text{рік}(n+1)}}{\text{Показник}_{\text{рік}(n)}} \times 100\%. \quad (5.6)$$

Таблиця 5.13

Фінансово-економічні показники діяльності підприємства-мети ТОВ

«Придніпровський механічний завод» у 2014-2017 рр., тис. грн.

Показники	Чистий прибуток	Валовий прибуток	Виручка	Дебіторська заборгованість	Собівартість	Фонд ЗП
Роки						
2014	108,2	185,1	575,83	65,04	390,73	67,82
2015	146,80	330,07	676,17	41,34	346,09	90,27
2016	122,87	382,15	830,9	168,79	448,74	99,45
2017	61,19	484,06	1052,4	138,36	568,34	103,88

Джерело: Розроблено автором

Таблиця 5.14

Темпи зростання фінансово-економічних показників підприємства-мети

ТОВ «Придніпровський механічний завод» в 2014-2017 рр., %

Показники	Чистий прибуток	Валовий прибуток	Виручка	Дебіторська заборгованість	Собівартість	Фонд ЗП
Роки						
2014	133,98	135,58	115,02	78,44	107,31	124,15
2015	135,68	178,32	117,42	63,57	88,57	133,09
2016	83,69	115,78	122,88	408,29	129,66	110,17
2017	49,80	126,67	126,66	81,97	126,65	104,46

Джерело: Розроблено автором

Отримані початкові дані є основою побудови відповідних динамічних рядів, в межах яких відбувається зіставлення факту і норми для кожного показника (за формулою (5.5), що дасть можливість визначити необхідний

коефіцієнт рангової кореляції (табл. 5.15). Розрахунок для зазначеного коефіцієнтного показника проводиться за формулою (5.3):

$$K = 1 - \frac{6 \cdot \sum d^2}{n^3 - n}, \quad (5.7)$$

де d – розпад між показником рейтингу по факту і за нормою;

n – кількість показників (рангів) включених в динамічний ряд.

Згідно до формули розрахунку, значення коефіцієнта формується в межах діапазону $[-1; 1]$.

Таблиця 5.15

Фактичні динамічні ряди показників фінансово-економічної діяльності підприємства-мети ТОВ «Придніпровський механічний завод»

Показники	РЧП	РП	НП	ДЗ	СП	ФЗП	Коефіцієнт кореляції Пірсона
Нормативний ряд показників	1	2	3	4	5	6	×
2014	2	1	4	6	5	3	0,54
2015	2	1	4	6	5	3	0,54
2016	6	4	3	1	2	5	- 0,37
2017	6	1	2	5	3	4	- 0,03

Джерело: Розроблено автором

Так слідуючи за встановленим алгоритмом розрахунків, кінцеве заключення щодо рівень досягнутої ефективності стратегічного розвитку підприємства-мети, може бути сформовано тільки тоді, коли коефіцієнт кореляції Пірсона досягне значення «1», що свідчитиме про те що фактичні динамічні ряди показників фінансово-економічної діяльності однаково співпали з нормативним значенням [41].

В реальних умовах діяльності підприємств такий випадок є недосяжним, або еталонним і через це автор пропонує власну систему проведення оцінювання рівня стратегічної ефективності підприємства-мети,

на базі зазначеного коефіцієнта Пірсона, як фактора визначення рівня інвестиційної привабливості (табл. 5.16).

Таблиця 5.16

**Підсумкова оцінка рівня стратегічної ефективності підприємства-мети
ТОВ «Придніпровський механічний завод»**

№ п/п	Критерії оцінки	Бал
1	Коефіцієнт Пірсона = 1, причому як показує трендовий аналіз, це стійка тенденція	5
2	Коефіцієнт Спірмена знаходиться в діапазоні [+0,5; +1] упродовж усього досліджуваного періоду, показники "чистий прибуток", "прибуток від продажів" не опускаються нижче за третю позицію у фактичному динамічному ряду	4
3	Коефіцієнт Пірсона знаходиться в діапазоні [0; +0,5], відсутня чітка динаміка показників фактичного ряду	3
4	Коефіцієнт Пірсона знаходиться в діапазоні (- 0,5; 0). Спостерігається значний розкид показників у фактичному динамічному ряду. Відсутня чітка тенденція їх зміни за досліджуваний період	2
5	Коефіцієнт Пірсона знаходиться в діапазоні [- 1; - 0,5]; чітка тенденція за увесь досліджуваний період. Показники "чистий прибуток", "прибуток від продажів", "виручка" замикають динамічний ряд (формула (5.1))	1

Джерело: Розроблено автором

Як бачимо з аналізу отриманих даних, рівень стратегічної ефективності «мети» – ТОВ «Придніпровський механічний завод» знову низький, і є чіткий сигнал, про те, що відбувається погіршення фінансово-економічного стану в 2014-2017 рр.

Між значенням фактичного і нормативного аспекту, ми спостерігаємо найбільший рівень розриву у таких показників як: «рівень чистого прибутку». Паралельно з цим є і інший тренд, так майже немає розриву в динаміці показника – «рівень валового прибутку», а скоріш за все, свідчить про наявність значної питомої ваги в структурі витрат, відсотків по виплатам.

Оцінка стратегічної ефективності ТОВ «Придніпровський механічний завод», розрахунково склала – «2 бали».

2. Спеціальний блок. Блок формується на факті потреби в диверсифікації діяльності для підприємства-покупця. Автор визначає структуру цього так, як це представлено на схемі (рис. 5.5).

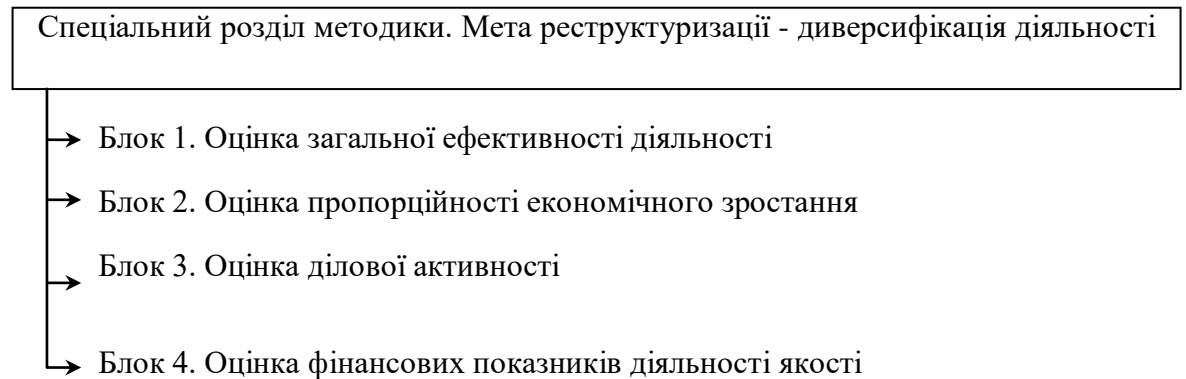


Рис. 5.5. Структура спеціального розділу методики аналізу інвестиційної привабливості підприємства-мети М&А (мотив – диверсифікація господарської діяльності)

Джерело: Розроблено автором

Блок 1. «Оцінка загальної ефективності діяльності». Доцільно використовувати метод матричного діагностичного аналізу у форматі побудови динамічної матричної моделі, елементами якої є індекси основних показників діяльності підприємств-учасників ІС [41,42]:

Темп зростання показників розраховується за формулою:

$$\text{Темп зростання} = \frac{\text{Показник}_{ij}(\text{за період } n)}{\text{Показник}_{ij}(\text{за період } (n - 1))}, \quad (5.8)$$

де n - звітний період;

$(n - 1)$ - період, передуючий звітному.

B_j	Прибуток від продажів, РП	Виручка від продажів, НП	Оборотні активи, ОА	Основні засоби, ОС	Середньоспискова чисельність працівників, Ч
A_j					
Прибуток від продажів, РП	1	–	–	–	–
Виручка від продажів, НП	Темп зростання $R_{П}/N_{П} = 1,0000$	1	–	–	–
Оборотні активи, ОА $\overline{ОА}$ - середня за період величина ОА	Темп зростання $R_{П}/\overline{ОА} = 1,5128$	Темп зростання $N_{П}/\overline{ОА} = 1,5127$	1	–	–
Основні засоби, ОС $\overline{ОС}$ - середнє за період значення ОС	Темп зростання $R_{П}/\overline{ОС} = 0,8065$	Темп зростання $N_{П}/\overline{ОС} = 0,8064$	Темп зростання $\overline{ОА}/\overline{ОС} = 0,5331$	1	–
Середньоспискова чисельність працівників, Ч	Темп зростання $R_{П}/Ч = 1,3439$	Темп зростання $N_{П}/Ч = 1,3438$	Темп зростання $\overline{ОА}/Ч = 0,8885$	Темп зростання $\overline{ОС}/Ч = 1,6667$	1

Рис. 5.6. Індексна матриця оцінювання ефективності роботи підприємства-мети ТОВ «Придніпровський механічний завод»

Джерело: Сформовано автором

Надати комплексну оцінку рівня ефективності виробничо-господарської діяльності ТОВ «Придніпровський механічний завод» ми зможемо на базі узагальнювального показника рівня ефективності, який утворюється на основі математичної моделі «середні арифметичні індекси в цільових елементах матриці», це наведено в таблиці 5.17 [43]:

$$K_{\text{ефективності}} = \frac{2 \sum_i \sum_j \text{Т. зростання показника } ij}{n^2 - n}, \quad (5.9)$$

де $K_{\text{ефективності}}$ – показник комплексної оцінки ефективності виробничо-господарської діяльності цільової підприємства;

$2 \sum_i \sum_j \text{Т. зростання показника } ij$ – подвоєна сума усіх показників «Темп зростання показника ij », представлених в матриці (під діагоналлю);

n – кількість початкових параметрів матриці (в даному випадку п'ять параметрів).

Таблиця 5.17

Оцінка ефективності діяльності підприємства-мети

Діапазон значень K . ефективності	Бал
> 1	5
0,0,8-1	4
0,0,5-0,7	3
0,0,3-0,4	2
0,0,1-0,2	1

Джерело: Розроблено автором

Значення пошукового значення коефіцієнта ефективності ТОВ «Придніпровський механічний завод» за формулою (5.9) становить – 1,1409.

Наведені в таблиці 5.17 кордони діапазонного розподілу для фактору «коефіцієнт ефективності» підходять для запропонованої методики оцінки.

Блок 2. «Оцінка пропорційності економічного зростання».

Початкові значення для блоку 2 стосовно підприємства-мети ТОВ «Придніпровський механічний завод» наведено в таблицях 5.18 та 5.19.

Таблиця 5.18

Темпи зростання фінансово-економічних показників підприємства-мети ТОВ «Придніпровський механічний завод», %

Показник	Темпи зростання показників	
	2016 р.	2017 р.
Чистий прибуток	83,69	49,80
Валовий прибуток	115,78	126,67
Виручка	122,88	126,66
Активи (середньорічна величина)	104,71	105,82
Середньорічна величина позикового капіталу	75,45	77,99
Середньорічна короткострокова кредиторська заборгованість	50,44	53,45
Середньорічна дебіторська заборгованість	90,45	81,97

Джерело: Розроблено автором

**Ситуаційний аналіз блоку «пропорційність економічного зростання»
підприємства-мети**

Оцінка співвідношення «золоте правило»	Оцінка для розширеного співвідношення	Бал
Виконується	Виконується	5
Виконується	Не виконується	4,5-4
Не виконується, проте темпи зростання вище 100%	Не виконується, але темпи зростання вище 100% / нижче 100%	4 / 3,5
Не виконується, темпи зростання нижче 100%	Не виконується	2 - у разі, якщо це стійка тенденція
Не виконується, темпи зростання нижче 100%	Не виконується	1

Джерело: Розроблено автором

Ці таблиці є базою подальшого процесу оцінювання пропорційності економічного зростання для ТОВ «Придніпровський механічний завод». Значення показника – 3,5 бали. Далі проведемо аналіз ділової активності за рахунок виділення: операційної, фінансової і інвестиційно-інноваційної діяльності (табл. 5.20).

X_{ij} – стандартизований показник, похідний від еталонного, розрахунок відбувається за формулою:

$$X_{ij} = A_{ij} / A_{ij} E_T, \quad (5.10)$$

де A_{ij} – певний i -й показник, розташований в j -му стовпці;

A_{ijEm} – відповідний для нього еталонний показник.

Таблиця 5.20

Показники комплексної оцінки блоку «ділова активність» підприємства-мети ТОВ «Придніпровський механічний завод»

Показники	Формула розрахунку	2016 р.	2017 р.
1. Показники операційної активності			
Частка запасів в оборотних активах	$\frac{\text{Величина запасів}}{\text{Величина ОА}}$ примітка: в розрахунку в даному випадку використовуються середньорічні величини	0,2177	0,3527
К-т оборотності ОА	$\frac{\text{Виручка від продажів}}{\text{ОА}}$	1,5879	2,4020

Продовження табл. 5.20

К-т операційної ділової активності	$\frac{\text{Приток грош. кошт. від поточ. діяльн.}}{\text{Віддік грош. кошт. від поточ. діяльн.}}$	1,156	1,238
2. Показники фінансової активності			
Частка кредитів і позик в сумі довгострокових зобов'язань (До)	$\frac{\text{Величина кредитів}}{\text{КО}}$ примітка: в розрахунку в даному випадку використовуються середньорічні величини	0,1079	0,3314
К-т співвідношення процентних вступів і виплат	$\frac{\text{Відсотки до отримання}}{\text{Відсотки до сплати}}$	1,0254	1,0125
К-т фінансової ділової активності	$\frac{\text{Приток грош. кошт. від фін. діяльн.}}{\text{Віддік грош. кошт. від фін. діяльн.}}$	2,5371	0,9568
3. Показники інвестиційно-інноваційної активності			
Частка основних засобів ОЗ в сумарних активах А	$\frac{\text{Основні засоби}}{\text{Сумарні активи}}$	0,3895	0,6386
К-т оновлення основних засобів ОЗ	$\frac{\text{ОЗ, які поступили за період}}{\text{ОЗ на кінець періоду}}$	0,7056	0,3633
К-т інвестиційної ділової активності	$\frac{\text{Приток грош. кошт. від інвест. діяльн.}}{\text{Віддік грош. кошт. від інвест. діяльн.}}$	0,4423	0,1107
Інтегральний показник R_j	$R_j = \left \sum (1 - X_{ij})^2 \right ^{1/2}$	0,7453	0,7085

Джерело: Розроблено автором з використанням [45,46,47]

На базі представлених в таблиці 5.21 критеріїв, проведено оцінку рівня інвестиційної привабливості ТОВ «Придніпровський механічний завод» за фактором «Ділова активність». Значення фактору – 3,35 бали.

Таблиця 5.21

Поле діапазонів визначення рівня ділової активності при формуванні інвестиційної привабливості підприємства-мети

Діапазон і динаміка R_{ij}	Бал
Діапазон (0; 0,5), стійка тенденція	5-4
Діапазон (0; 0,5), нечітка тенденція	4-3,5
Діапазон (0,5; 0,8), чітка тенденція	3,5-3,35
Діапазон (0,5; 0,8), нечітка тенденція	3,35-3
Діапазон (0,8; 1), чітка тенденція	2,5-3
Діапазон (0,8; 1), нечітка тенденція	2,5-2
Діапазон >1, чітка тенденція	2-1,5
Діапазон >1, нечітка тенденція	1,5-1

Джерело: Розроблено автором

При визначенні оцінки інвестиційної привабливості підприємства-мети розрахуємо та проаналізуємо ряд ключових фінансових показників підприємства (табл. 5.22):

Таблиця 5.22

**Фінансові показники господарської діяльності підприємства-мети ТОВ
«Придніпровський механічний завод»**

Показники	Формула розрахунку	Значення		Оцінка якості
		2016 р.	2017 р.	
Рентабельність продажів	Валовий прибуток / Виручка	23,76%	19,17%	Погіршення, незважаючи на зростання показника «Виручка від реалізації»
Динаміка чистої рентабельності продажів	Чистий прибуток / Виручка (робіт, послуг)	14,79%	5,81%	Виражена тенденція до погіршення якості прибули
Коефіцієнт платежіздатності	((Залишок грошових коштів на початок періоду + вступ за звітний період) / Витрата грошових коштів за період	1,005	0,480	Низьке значення свідчить про низьку якість прибутку. Тренд негативний
Коефіцієнт зміцнення платежіздатності	Вступ грошових коштів / Чистий прибуток	21,16	53,194	Зростання показника оцінюється позитивно, проте збільшення попереднього показника вказує на значне зростання витрати грошових коштів
Виробничий леверидж	Темп приросту прибутку від продажів / Темп приросту об'єму продажів	- 0,313	0,073	Ризик незначний
Співвідношення показників приросту чистого прибутку і прибутку від продажів	Темп приросту чистого прибутку / Темп приросту прибутку від продажів	1,86	- 22,86	Істотне зростання показника вказує на зниження рівня прибутковості, зростання фінансового ризику
Коефіцієнт фінансування	ВК / ПК	1,9377	1,4457	Зниження показника обумовлене зростанням величини ПК, темп якого перевищив темп зростання ВК
Коефіцієнт достатності прибутку	Чистий прибуток / (Норма галузевої рентабельності × Валюта балансу)	0,234	0,085	Зниження показника вказує на зниження рівня прибутковості

Джерело: Розраховано автором з використанням [45,47,48,49]

Критеріальне поле оцінювання фінансових показників для аналізованого підприємства-мети наведено в таблиці 5.23:

Таблиця 5.23

Критеріальне поле оцінювання фінансових показників підприємства-мети ТОВ «Придніпровський механічний завод»

Сценарії поєднання показників	Бали
Зростання показників: рентабельність продажів, коефіцієнт платоспроможності, коефіцієнт зміцнення платоспроможності при незначній динаміці показників фінансового і операційного ризиків. Зростання показника «чисті активи»	5
Зростання показників: рентабельність продажів, коефіцієнт платоспроможності, коефіцієнт зміцнення платоспроможності при позитивній помітній динаміці показників фінансового і операційного ризиків. Зростання показника «чисті активи»	4
Темпи зростання фінансового ризику випереджають темпи зростання показників: рентабельність продажів, коефіцієнт платоспроможності, коефіцієнт зміцнення платоспроможності. Незначна динаміка показника «чисті активи»	3
Негативна динаміка показників: рентабельність продажів, коефіцієнт платоспроможності, коефіцієнт зміцнення платоспроможності при позитивній динаміці показників ризику. Скорочення показника «чисті активи», рентабельність чистих активів	2
Коефіцієнт платоспроможності скорочується, чистий прибуток відсутній (чистий збиток), помітно скорочується рентабельність продажів, показник чистих активів, зростає фінансовий ризик	1

Джерело: Розроблено автором

На основі наведених в таблиці 5.23 критеріїв ми оцінюємо інвестиційну привабливість ТОВ «Придніпровський механічний завод» по блоку «Показники якості прибутку» в 2 бали.

Підсумкову оцінку з межах розглянутого спеціального блоку методики оцінки визначимо за допомогою формування таблиці 5.24.

Таблиця 5.24

Підсумки критеріального поля оцінки інвестиційної привабливості підприємства-мети ТОВ «Придніпровський механічний завод»

Група показників	Оцінка у балах	Ваговий коефіцієнт	Підсумкова оцінка (2 × 3)
1	2	3	4
Оцінка ефективності діяльності підприємства-мети	5	0,3	1,5
Оцінка «пропорційності економічного зростання»	3,5	0,1	0,35
Показники комплексної оцінки блоку «ділова активність»	3,35	0,4	1,34
Фінансові показники господарської діяльності	2	0,2	0,4
Підсумкова сума балів	13,5	×	3,59
Максимальна сума	20	×	5
Середній бал	3,38	×	×

Джерело: Розроблено автором

Отримані за результатами оцінки підсумки критеріального поля оцінки інвестиційної привабливості підприємства-мети ТОВ «Придніпровський механічний завод», формують висновок про те, що його підсумкова інвестиційна привабливість оцінюється у 3,59 бали, що аналітично трактується як – досягнутий середній рівень. З підсумкової таблиці 5.24 ми бачимо, що найбільшим чином на отриману оцінку вплинув фактор «оцінка ефективності діяльності підприємства-мети», через негативні тренди к ряду фінансових показників.

Проведемо аналітичне узагальнення зроблених протягом формування параграфу розрахунків, яке представимо у вигляді таблиці зведеної оцінки загального рівня інвестиційної привабливості підприємства-мети (табл. 5.25).

Зведена оцінка загального рівня інвестиційної привабливості підприємства-мети ТОВ «Придніпровський механічний завод»

№ п/п	Зміст	Оцінка в балах	Мах бал	Джерело даних
1	Загальний блок			
2	Оцінка положення на ринку	22	25	Таблиця 5.7
3	Оцінка ділової репутації	20	20	Таблиця 5.8
4	Оцінка залежності від контрагентів ринку	14	15	Таблиця 5.9
5	Оцінка власників підприємства	18	25	Таблиця 5.10
6	Оцінка рівня управління	25	25	Таблиця 5.11
7	Сумарний бал за стр. 2-6 (на основі вагових коефіцієнтів)	19,8	22	Таблиця 5.12
8	Оцінка стратегічної ефективності	2	5	Таблиця 5.16
9	Сума балів по загальному розділу	21,8	27	
10	Диверсифікація діяльності			
11	Оцінка ефективності діяльності	5	5	Таблиця 5.17
12	Пропорційність економічного зростання	3,5	5	Таблиця 5.19
13	Показники комплексної оцінки блоку «ділова активність»	3,35	5	Таблиця 5.20
14	Фінансові показники господарської діяльності	2	5	Таблиця 5.22
15	Сумарний бал (на основі вагових коефіцієнтів)	3,65	5	Таблиця 5.24
16	Підсумкова оцінка інвестиційної привабливості (стр. 9 + стр. 15)	25,45	32	—

Джерело: Розроблено автором

3. Контрольний блок методики. З метою майбутнього формування підсумкової (завершальної) оцінки належного або фактичного рівня інвестиційної привабливості для підприємства-мети, автор вводить новий алгоритм проведення розрахунку показника – «коефіцієнт інвестиційної привабливості» [50]:

$$K_{\text{інв.приваб.}} = \sum X_{ij} \times a_{ij}, \quad (5.11)$$

де a_{ij} – ваговий коефіцієнт критерію певної оцінки X_{ij} , де блок $\sum a_{ij} = 1$;
 X_{ij} – стандартизований показник інвестиційної привабливості j -го підприємства-мети. Розрахунок відбувається за формулою:

$$X_{ij} = b_{ij} / b_{i \max}, \quad (5.12)$$

де b_{ij} – бальна оцінка проміжного показника інвестиційної привабливості (див. табл. 5.19, третій стовпчик);

$b_{i \max}$ – значення максимально можливого балу проміжного показника інвестиційної привабливості (в межах поточної методики, див. табл. 5.20, четвертий стовпчик).

Тільки після отримання певного значення $K_{\text{інв.привабл.}}$ можливим стає зробити фаховий висновок про отриманий або поточний рівень інвестиційної привабливості підприємства-мети (критерії представлені в табл. 5.26).

Таблиця 5.26

Діапазон значень визначення рівня інвестиційної привабливості підприємства-мети ТОВ «Придніпровський механічний завод»

Діапазон значень $K_{\text{інв.привабл.}}$	Характеристика
$K_{\text{інв.привабл.}} = 1$	Підприємство є інвестиційно привабливим за усіма аналітичними параметрами
(0,(0,8-1))	Хороший рівень інвестиційної привабливості. Слід з'ясувати, за якими оцінними показниками не був отриманий максимальний бал, визначити рівень їх значущості
(0,(0,4-0,7). 0,668 – значення коефіцієнта для ТОВ «Придніпровський механічний завод»	Задовільний рівень інвестиційної привабливості. Слід детально проаналізувати показники, по яких не був отриманий максимальний бал. Цей рівень вказує на наявність підвищеного ризику М&А, що слід врахувати при виборі ставки дисконтування
(0,(0,2-0,4))	Низький рівень інвестиційної привабливості підприємства-мети, високі ризики М&А
(0(0-0,2))	Підприємство не є інвестиційно привабливим

Джерело: Розроблено автором

З метою обчислення коефіцієнта інвестиційної привабливості (формула 3.47) нами застосовано:

– ваговий коефіцієнт 0,2 для показника «сумарний бал за стр. 2-6» або аналіз якісної інформації ТОВ «Придніпровський механічний завод»;

– ваговий коефіцієнт 0,3 для показника «оцінка стратегічної ефективності»;

– ваговий коефіцієнт 0,5 для знаходження остаточного результату інвестиційної привабливості, методика оцінки якої була наведена у частині спеціального розділу.

Розрахунки коефіцієнту інвестиційної привабливості (становить 0,668) для ТОВ «Придніпровський механічний завод» за критеріями, поданими в таблиці 5.26, показали, що інвестиційна привабливість знаходиться на задовільному рівні.

Відповідно до запропонованого алгоритму обчислень, аналіз рівня інвестиційної привабливості є базовим, але необмеженим.

Слід зазначити позитивні сторони методики. По-перше, це комплексність характеру, що на основі загального рівня, де здійснюється оцінка кількісних і якісних характеристик (позиціювання підприємства, сукупність професійних якостей, опис керівництва та власників, оцінка діяльності стратегічної ефективності), і на основі системного рівня, який базується на складності системи підприємства (наявність взаємопов'язаних зовнішніми та внутрішніми зв'язками, цілісних, замкнутих, автономних численних підсистем) [51]. По-друге, диференційованість підходу, який залежить від цілі укладання угоди злиття чи поглинання, щодо аргументування рівня інвестиційної привабливості підприємства-мети. По-третє, доступність і прозорість. По-четверте, визначення «крайніх точок» інвестиційної привабливості підприємства-мети та його еталонних параметрів відповідності.

Поряд із позитивними сторонами слід відмітити недоліки використаного методу. Так як це перший етап аналізу інвестиційної

привабливості підприємства-мети, то необхідне уточнення, яке пов'язане із використанням ретроспективних показників, відсутністю оцінки витрат на інтеграцію (після об'єднання підприємство може бути інвестиційно привабливим, але витрати, які при цьому утворюються, перевищать очікувані результати і ефективність угоди значно зменшиться).

Отже, на нашу думку, запропонований метод слід доповнити другим етапом. На цій стадії аналізу M&A перед проведенням інтеграції буде здійснено аналіз синергетичного ефекту, витрат на об'єднання та підсумкові розрахунки рівня привабливості підприємства-мети.

5.3. Оцінка економічної ефективності інтеграційної реструктуризації

В рамках інтеграційного проекту реструктуризації завершальною мета угод злиття (поглинання) – досягти синергетичного ефекту. Це означає, що при інтеграції підприємств, формується ІСП. Показники ефективності діяльності цього утворення значно вищі за суму показників ефективності окремих підприємств. Зазначену ефективність інтеграційної реструктуризації нами представлено такою формулою:

$$E_{M\&A} = \text{Вигоди}_{M\&A} - \text{Витрати}_{M\&A}, \quad (5.13)$$

де $E_{M\&A}$ – економічна результативність укладеної угоди злиття (поглинання);

$\text{Вигоди}_{M\&A}$ – отриманий зиск від укладеної угоди злиття (поглинання);

$\text{Витрати}_{M\&A}$ – одержані витрати від укладеної угоди злиття (поглинання).

Позитивний результат від об'єднання підприємств буде за умови вигідного її проведення, коли очікувані досягнення будуть перевищувати витрати отримані внаслідок проведення M&A [52].

Стратегічні завдання підприємства визначаються співвідношенням

попиту і пропозиції, напрямками розвитку галузі, ступенем її монополізації, специфічністю процесу виробництва, бізнес-профілю підприємств, спрямований на М&А. Одним із стратегічних завдань є планування показника «*Витрати M&A*», яке починається на перед інтеграційній стадії.

Результатом вирішення цього завдання є:

- визначення подальшого розвитку злиття (поглинання);
- вплив на рівень ціни купівлі підприємства-мети;
- аналіз рівня інвестиційної привабливості (що було зазначено у пп 3.4 дисертаційного дослідження).

На етапі інтеграції значення показника «*Вигоди M&A*» коректується та постійно спостерігається його динаміка, що пов'язано з його можливим зростанням, спричиненим складною та специфічною процедурою об'єднання.

Розрахунок реального ефекту від інтеграційної реструктуризації, розробка напрямів щодо здобуття бажаного рівня, враховуючи зміни у внутрішньому та зовнішньому середовищах підприємства відбувається на постінтеграційному етапі. На основі вищезазначеного, можна говорити про значущість досліджуваного показника, необхідність визначення та оцінки факторів впливу на його величини впродовж всіх етапів інтеграції. Але першопочаткова величина показника розраховується в процесі прогнозування на перед інтеграційному етапі. Тому об'єктом нашого дослідження є перший етап М&А, який нами характеризується за такими критеріями [23,53]: відносність та ризик прогнозування; відсутність повноти, узагальненості, структурованості в інформації по підприємствах-учасниках М&А (у випадку недружнього злиття/поглинання).

Значення прогнозованого ризику М&А можливо за рахунок використання методів аналізу інвестиційної привабливості підприємства-мети, досліджених нами у попередньому розділі дисертації. Це дозволить знизити прогнозне значення ризику М&А під час проведення інтеграційної реструктуризації. Але результати, отримані в такий спосіб, будуть умовними.

Для утворення інформаційної бази оцінки ефективності інтеграції виокремлено такі підходи: застосування ретроспективних даних щодо обох промислових підприємств (відповідає положенню визначенню вартості підприємства на основі витратного методу) або перспективних даних (на основі прибуткового методу). Недоліком обох методів є ймовірність отримання неточних результатів. З метою вирішення даного питання використано метод дисконтування грошових потоків, створених підприємствами-учасниками М&А, так як інтеграція є стратегічною та орієнтованою на майбутнє.

У зв'язку з нестабільністю та невизначеністю співвідношення попиту і пропозиції на ринку в Україні, відсутністю стабільності, в умовах положення першого підходу обґрунтовані. Проте на результатах ретроспективного аналізу даних негативно можуть позначитись високі темпи інфляції, відмова у врахуванні в статистичних звітах перспектив розвитку підприємств. Вищезазначені підходи використовуються до визначення вартості підприємств. Для аналітичних розрахунків М&А базою є ця інформація, так як на її основі проводяться обчислення показників ефективності угод злиття (поглинання). Як було зазначено раніше, показник ефективності застосовується для розрахунку інвестиційної привабливості підприємства-мети на передінтеграційному етапі М&А [21].

Автор вводить наступний поступальний алгоритм розрахунку ефективності інтеграційної реструктуризації.

Блок 1. Визначення рівня синергії.

Крок 1. Пошук оптимальної ставки дисконтування.

Крок 2. Дисконтування грошових потоків за ставкою WACC.

Крок 3. Розрахунок поточної ринкової вартості підприємств-учасників.

Крок 4. Розрахунок PV_{A+B} без урахування синергії.

Крок 5. Розрахунок PV_{A+B} з урахуванням синергії.

Блок 2. Визначення ефективності інтеграційної реструктуризації.

«Ефективність угод злиття (поглинання) підприємств промислової

галузі визначено в рамках проекту інтеграційної реструктуризації за формулою [55]»:

$$\text{Синергія} = PV_{A+B} - (PV_A + PV_B), \quad (5.14)$$

де PV_{A+B} – теперішня ціна інтеграційної структури підприємств;

$PV_{A(B)}$ – теперішня ціна ТОВ «Придніпровський механічний завод» (B).

З метою аналізу ефективності угод злиття (поглинання) нами використано метод дисконтування грошових потоків (DCF). Його база заснована на твердженні корпоративних фінансів: сьогоднішня вартість активів є поточною вартістю грошових потоків, одержаних від активів впродовж їхнього економічного життя та знижених за певною ставкою відповідно до ризиків підприємства. Вищезазначене твердження нами представлено формулою:

$$PV_c = PV_n + TV, \quad (5.15)$$

$$\sum_{i=1}^n CFI$$

де PV_c – теперішня ціна підприємства;

$PV_n = \sum_{i=1}^n CFI$ – теперішня ціна грошових потоків впродовж n ;

n – період, що прогнозується;

TV – залишкова вартість (теперішня ціна грошових потоків підприємства після закінчення періоду, що прогнозується).

Крок 1. Визначення ставки дисконтування є першочерговим етапом у виборі теперішньої ціни промислового підприємства. Серед науковців (Дж. Фарела [56], М.О. Кизима [57], Д. Хардінга [58], М.О. Чупріни [59]) не існує спільної думки щодо визначення єдиної ставки.

Методом DCF здійснюють аналіз ефективності злиття (поглинання). При цьому застосовується два підходи щодо визначення ставки знижки, яку використовують для оцінки підприємства-мети: розрахунок середньозваженої вартості капіталу (WACC) підприємства-мети (теперішня ставка) і середньозваженої вартості капіталу (WACC) підприємства-покупця (бар'єрна ставка) [60].

Проведемо порівняльний аналіз визначених вище підходів, і узагальнимо його в таблиці 5.27.

Таблиця 5.27

Порівняльна характеристика альтернативних підходів вибору ставки дисконтування при обрахунку PV для підприємства-мети

Ставка дисконтування	Переваги підходу	Недоліки підходу
WACC підприємства-мети (поточна ставка)	Найточніше відображає середній ризик придбання. На її базі оцінюється PV на ринку капіталу	На думку інвесторів, слід використовувати тільки WACC підприємства-покупця, оскільки додаткова вартість для власників може бути створена тільки у разі, якщо їх капітал інвестується з прибутковістю не нижче за прибутковість їх власного капіталу.
WACC підприємства-покупця (бар'єрна ставка)	Є крайнє значення прибутковості, з точки зору інвестора	Спроба інвестувати в недооцінені активи. Проте якщо WACC покупця вище WACC підприємства-мети, то ризик грошових потоків зростає. PV підприємства-мети може виявитися заниженим, синергетичний ефект завищеним. Якщо WACC покупця нижче WACC підприємства-мети, то навпаки. Показник синергії знижується.

Джерело: Розроблено автором

За підсумками табличного узагальнення ми можемо стверджувати, що визначені, для вибору ставки дисконтування, аналітичні підходи мають сильні і слабкі сторони. Ми рахуємо, що правильним і економічно обґрунтованим буде той факт, коли в рамках методики буде проводитись дисконтування грошових потоків окремо для кожного промислового підприємства, як учасника інтеграційної угоди. При цьому ставка WACC у кожного буде своя, або та, яка сформувалася за підсумками господарської діяльності.

Автор додержується думки про те, що формуючи методику оцінки таким шляхом, ми зможемо врахувати рівень середнього ризику для всіх підприємств-учасників інтеграційної реструктуризації, при цьому також буде знівельовано факт заниження/завищення рівня ринкової вартості

підприємства-мети та факт заниження/завищення рівня планового синергетичного ефекту за підсумками інтеграції. Важливим припущенням стає факт опиратися в розрахунках в межах методики на показник WACC згенерований саме підприємством-метою.

В межах розробляємої методики, пройдемо обома розрахунковими шляхами, з метою отримання достовірних та обґрунтованих результатів і аналітичних висновків. Математична модель розрахунку основного показника методики – WACC [47, с. 312]:

$$WACC = \frac{BK}{BK + PK} \times r_{CK} + \frac{PK}{BK + PK} \times (1 - T) \times r_d, \quad (5.16)$$

де BK – власний капітал підприємства;

PK – позиковий капітал;

T – ставка оподаткування в галузі;

r_d – вартість позикового капіталу;

r_{BK} – вартість залучення капіталу (ціна власного капіталу), що розраховується за методикою CAPM [61]:

$$r_{BK} = r_f + \beta_{BK} \times (r_m - r_f), \quad (5.17)$$

де r_f – безризикова ставка відсотка;

$(r_m - r_f)$ – премія за ризик;

β_{BK} – коефіцієнт систематичного ризику без урахування впливу фінансового важеля. Показник формується наступним чином:

$$\beta_{BK} = \frac{\beta}{\left[1 + \frac{PK}{BK} \times (1 - T) \right]}, \quad (5.18)$$

де β – коефіцієнт систематичного ризику.

Практично використаємо розроблену в межах дисертації методику, при проведенні інтеграції для двох підприємств: ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна» (підприємство-покупець) та ТОВ «Придніпровський механічний завод» (підприємство-мета). Розрахунок варіацій показника WACC в межах параметрів поточної методики представлений в таблиці 5.28. Основою є згруповані дані по підприємствам (див. Додаток Д).

**Ввідні показники і результати розрахунку критерію WACC для
інтеграційної реструктуризації підприємств**

Показники	Умовне позначення	ТОВ «Придніпровський механічний завод»	ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна»
Власний капітал, тис. грн.	<i>BK</i>	1419,4	9474,83
Позиковий капітал, грн.	<i>ПК</i>	981,72	3018,26
Сумарний капітал, тис. грн.	<i>BK + ПК</i>	240,111	12493, 09
Ставка оподаткування	<i>T</i>	0,3	0,3
Коефіцієнт систематичного ризику	β	2,24	2,53
Коефіцієнт систематичного ризику без урахування впливу фінансового важеля	$\beta_{ск}$	1,51	2,07
Безризикова ставка відсотка	r_f	0,065	0,065
Премія за ризик	$(r_m - r_f)$	0,075	0,075
Ціна власного капіталу	$r_{СК}$	0,11	0,18
Ціна позикового капіталу	r_d	0,19	0,21
Середньозважена вартість капіталу	WACC	0,155	0,195

Джерело: Розроблено автором

Підсумовуючи представлені аналітичні дані в таблиці 5.28, визначаємо факт, що показник середньозваженої вартості капіталу (WACC) має вищий рівень у підприємства-покупця, з цього ми робимо висновок, що дисконтувати грошові потоки підприємства-мети за цією ставкою помилково, бо ми отримаємо у підсумку значне заниження його вартості (див. табл. 5.20).

Крок 2. Дисконтування грошових потоків за ставкою WACC. Загальну формулу для розрахунку DCF в межах n -го прогнозного періоду, сформуємо як [47]:

$$DCF_n = \frac{CF_n}{(1 + WACC)^n} = CF_n \times PVIF_{WACC,n}, \quad (5.19)$$

де $PVIF_{WACC,n}$ – поточна вартість грошового потоку, який згенеровано в прогнозованому періоді n . Він що дисконтується для визначення PV за ставкою WACC;

CF_n – грошовий потік підприємства, згенерований в періоді n .

З метою обрахунку розміру грошового потоку використаємо формулу:

$$CF = H_{\Pi} - CC - Tax + D = P_{\text{чп}} + D \quad (5.20)$$

де H_{Π} – виручка;

CC – повна собівартість проданої продукції (робіт, послуг);

Tax – податки;

D – сума амортизації та інших негрошових витрат;

$P_{\text{чп}}$ – сума чистого прибутку.

За даними 2017 р. грошові потоки підприємств ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна» і ТОВ «Придніпровський механічний завод» представимо в таблиці 5.29.

Таблиця 5.29

Розмір грошового потоку підприємств-учасників, тис. грн. (за даними 2017 р.)

Показник	Умовні позначення	ТОВ «Придніпровський механічний завод»	ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна»
Виручка	H_{Π}	1052,4	12464,34
Повна собівартість продажів	CC	961,21	8903,1
Податкові платежі	Tax	30	799,046
Амортизація	D	246,08	589,578
Чистий прибуток	$P_{\text{чп}}$	61,2	2172,616
Операційний грошовий потік	CF	307,27	2762,19

Джерело: Розроблено автором

Показники таблиці 5.29, слугують основою для формування прогнозного тренду розмірів грошових потоків в майбутньому, за рахунок введення даних про темпи зростання підприємства-мети ТОВ «Придніпровський механічний завод» на період до п'яти років. Так прогноз зростання на 2018 р. 4,5%, у наступні періоди – 3,2%.

Для підприємства-покупця ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна» очікуваний темпи зростання у перший рік це 6,85%, далі прогноз зростання в середньому – 4,5%. Прогнозування величин грошових потоків підприємств-

учасників інтеграційної структури наведеній в таблиці 5.30.

Таблиця 5.30

Прогнозування величин грошових потоків підприємств-учасників ІС на період 2018-2022 рр., грн.

Рік	ТОВ «Придніпровський механічний завод»	ТОВ «Спейс сістемз інжиніринг Україна»
2018	322,64	2969,36
2019	338,77	3192,06
2020	355,7	3431,46
2021	373,5	3688,82
2022	392,17	3965,48

Джерело: Розроблено автором

Крок 3. На цьому кроці проведемо розрахунки рівня поточної ринкової вартості майбутньої ІСП. Прогнозування величин грошових потоків підприємств-учасників інтеграційної структури представлено в таблиці 5.30 а також дані стосовно ставок дисконтування (WACC) для кожного з підприємств-учасників, ми розраховуватиме за наступною формулою.

$$PV_A = \sum_{i=1}^n \frac{CF_n}{(1 + WACC)^n} + TV, \quad (5.21)$$

де $\sum_{i=1}^n \frac{CF_n}{(1 + WACC)^n}$ – поточна вартість грошових потоків за

прогнозований період ($n=5$ років);

TV – залишкова вартість підприємства, яка визначається за формулою:

$$TV = \frac{CF_{ln} \times (1 - g)}{(WACC - g)}, \quad (5.22)$$

де CF_{ln} – величина грошового потоку в останньому прогнозованому періоді;

g – планований темп зростання вартості підприємства в постпрогнозованому періоді.

По учасникам: ТОВ «Придніпровський механічний завод» $g=3,2\%$; для

ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна» $g=4,5\%$ (експертна оцінка автора).

Використання наведених вище формул розрахунку, формує можливість у подальшому розрахувати поточну вартість нової ІСП (на основі використання двох ставок дисконтування обох підприємств), а також поточну вартість підприємства-покупця (розрахункові таблиці наведено в Додатку Д), узагальнені результати в таблиці 5.31.

Таблиця 5.31

Узагальнені результати розрахунків поточної ринкової вартості підприємств-учасників ІС на основі застосування методу DCF, тис. грн.

Показник	ІСП		Відхилення	WACC ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна»
	WACC ТОВ «Придніпровський механічний завод» (0,155)	WACC ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна» (0,195)		
Ставка дисконтування CF			+ 0,04	(0,195)
PV_{CF}	1150,81	1047,68	-103,13	10049,57
Наведена залишкова вартість	1508,08	973,48	-534,6	11421,72
Поточна ринкова вартість PV	2658,89	2021,17	-637,72	21471,29
Поточна вартість ВК	2113,4	1475,67	-637,72	16153,17

Джерело: Розроблено автором

Отримані в таблиці 5.31 розрахункові дозволяють зробити аналітичний висновок про те, що при проведенні дисконтування грошових потоків і залишкової вартості ІСП за ставкою WACC покупця ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна» (вона на 0,04 од. є більшою), відхилення в поточній ринковій вартості ІСП складатиме – (-318862 грн.), відхилення в залишковій вартості складе (-267301,85 грн.).

Ми робимо висновок з цього, що використання сценарію 2 розрахунку вартості ІСП (на основі власного показника WACC для ТОВ «Спейс системз

інжиніринг Україна»), прогнозно утворить недооцінену поточну ринкову вартість ІСП в розмірі 637,72 тис. грн. Крім того можемо стверджувати, що розмір залишкової вартості залежатиме від зміни прогнозних темпів зростання вже потім на постінтеграційному етапі реструктуризації.

Крок 4. Розрахунок показника PV_{A+B} без урахування рівня синергії. При проведенні вже самої інтеграції промислових підприємств, доцільно «проводити розрахунки нової (зміненої) ставки дисконтування, яка є тотожною для обох підприємств-учасників ІС, а отже отримуємо показник – $WACC_{A+B}$. В цьому випадку, необхідно провести перерахунок показника β_{BK} , і у подальшому і показника – r_{BK} [23]. Рівень загального систематичного ризику для ІСП слід розраховувати з використанням формули:

$$\beta_{A+B} = \frac{\beta_A \times PV_A + \beta_B \times PV_B}{PV_A + PV_B}, \quad (5.23)$$

де $\beta_{A(B)}$ – рівень систематичного ризику «мети» ТОВ «Придніпровський механічний завод» (В);

$PV_{A(B)}$ – поточна вартість «мети» ТОВ «Придніпровський механічний завод» (В).

Для підприємства-покупця ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна» за підсумком інтеграції з ТОВ «Придніпровський механічний завод» ($\beta = 2,49$ (у випадку коли показник PV підприємства-мети розраховується на базі власного $WACC$) і $\beta = 2,5$ (коли PV підприємства-мети розраховується на базі $WACC$ підприємства-покупця). В подальшому при розрахунках автор пропонує використовувати розрахункову величину – $\beta = 2,5$. Вхідні дані для розрахунку $WACC_{A+B}$ наводимо в таблиці 5.32.

Формування показника $WACC$ для нової інтеграційної структури підприємств, за підсумками таблиці 5.32, дає можливість говорити про, те що не дивлячись на зміни в структурі капіталу підприємств, зміни рівня систематичного ризику (з 2,07 до 1,99), вартості власного капіталу (з 0,22 до 0,214) показник $WACC$ для підприємства-покупця залишається на стартовому рівні - 0,195 і це після поглинання підприємства-мети.

**Формування WACC для нової інтеграційної структури підприємств
(ІСП)**

Показник	Умовне позначення	ІСП	До об'єднання	
			ТОВ «Придніпровський механічний завод»	ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна»
Власний капітал, тис. грн.	<i>BK</i>	10894,22	1419,4	9474,83
Позиковий капітал, тис. грн.	<i>ПК</i>	3999,98	981,72	3018,26
Сумарний капітал, тис. грн.	<i>BK + ПК</i>	14894,2	2401,11	12493,09
Ставка оподаткування	<i>T</i>	0,3	0,3	0,3
Коефіцієнт систематичного ризику	β	2,5	2,24	2,53
Коефіцієнт систематичного ризику без урахування фінансового важеля	$\beta_{ск}$	1,99	1,51	2,07
Безризикова ставка відсотка	r_f	0,065	0,065	0,065
Премія за ризик	$(r_m - r_f)$	0,075	0,075	0,075
Ціна власного капіталу	$r_{СК}$	0,214	0,1782	0,22
Ціна позикового капіталу	r_d	0,25	0,2	0,25
Середньозважена ціна капіталу	WACC	0,195	0,155	0,195

Джерело: Розроблено автором

Незмінність значення показника WACC в нашому моделюванні обґрунтовується наступними причинами:

– зміна співвідношення *BK*: (*BK + ПК*): так, в новій ІСП частка *BK* в (*BK+ПК*) складає 72%, тоді як до приєднання ТОВ «Придніпровський механічний завод» цей показник був 75% (темп зростання – 95%);

– відповідно, зростання частки позикового капіталу в (*BK + ПК*) з 24 до 27% (темп зростання 110%);

– зміна величини систематичного ризику (-0,03) визначила зміну ставки систематичного ризику без урахування впливу фінансового важеля. На цей показник також вплинуло збільшення співвідношення *ПК/BK* (темп зростання 115%) і, як наслідок, скорочення чисельника дроби (формула розрахунку β_{BK}): $(1 + 3K : SK \cdot (1 - tax))$ на 0,22. В результаті β_{BK} нової інтеграційної структури підприємств зменшилося на 0,08.

Вважаємо, що здійснюваний вплив, з боку зазначених чинників має різновекторний характер і це призводить до стабільності значення показника WACC.

Якщо в подальшому буде сформована потреба розрахунку величини нової ставки дисконтування грошових потоків для визначення рівня показника PV_{A+B} без урахування синергії, доцільним буде визначати поточний розмір тих грошових потоків. Такий трюк можна використати, якщо провести сумування прогнозних значень зазначених грошових потоків промислових підприємств-учасників ІС та показників залишкової вартості (проміжні розрахунки наведено в Додатку Д). Якщо так, то дисконтування дасть нам $WACC_{A+B} = 0,195$. Так отримані дані формують підґрунтя для розрахунку вже показника PV_{A+B} . Результати розрахунків представлено в таблиці 5.33.

Таблиця 5.33

Поточна ринкова вартість ІСП (без синергії)

Показник	Сценарій 1 (C1) (PV ІСП розрахована на основі WACC = 0,155)	Сценарій 2 (C2) (PV ІСП розрахована на основі WACC = 0,195)	Відхилення (C2 - C1)
Ставка дисконтування CF: WACC _{A+B}	0,195	0,195	×
Поточна вартість грошових потоків за прогнозований період, грн.	11097,26	11097,26	×
Наведена залишкова вартість, тис. грн.	12694,74	12395,21	-299,53
Поточна ринкова вартість ІСП, тис. грн.	23792	23492,47	-299,53
Поточна вартість ВК (власного капіталу), тис. грн.	17929,02	17629,48	-299,53

Джерело: Розроблено автором

Дослідження даних з таблиці 5.33 дає можливість нам стверджувати, що, що передінтеграційному етапі планування інтеграційної угоди, підприємству-покупцю слід визначити граничні ставки дисконтування

грошових потоків (альтернатива: WACC підприємства-мети або WACC підприємства-покупця), і стає дає нам можливість обґрунтувати та ввести в методику два сценарії визначення рівня поточної ринкової вартості підприємства-мети.

При розрахунку величини показника PV_{A+B} (PV для ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна» за результатом інтеграції з ТОВ «Придніпровський механічний завод») без визначення рівня синергії, як було відзначено раніше, доцільно провести сумування величин прогнозних грошових потоків для підприємств-учасників інтеграції (примітка: сумарна величина буде однаковою для Сценаріїв 1 та 2, через те, що при проведенні розрахунків не враховується власне сама ставка дисконтування). Крім цього а формуються величини прогнозних значень показника – залишкова вартість (TV). При такому перебігу подій, виникне різниця, через те, що розрахунок показника TV включає в себе ще і саму ставку дисконтування:

$$TV = \frac{CF_{In} \times (1 + g)}{(WACC - g)}, \quad (5.24)$$

де $WACC$ – ставка дисконтування (для цього випадку).

Визначення рівня поточної ринкової вартості ІСП (без рівня синергії) проводиться за формулою:

$$PV_{A+B} = \sum_{i=1}^n DCF_{(A+B)n} + DTV_{A+B}, \quad (5.25)$$

де $DCF_{(A+B)n}$ – грошові потоки підприємств-учасників за прогнозований період n , дисконтовані за $WACC_{A+B}$ (в нашому випадку = 0,195 (див. табл. 5.27).

Таким чином, в масі розрахункових даних за Сценаріями 1 та 2 (див. табл. 5.26) сформується певне відхилення, а саме: показник PV_{A+B} , розрахований за Сценарієм 1, відрізнятиметься від показника PV_{A+B} , який був розрахований за Сценарієм 2, тільки на різницю в показника DTV_{A+B} (-149767), який визначається всередині кожного із зазначених сценаріїв.

Поточна ринкова вартість нової ІСП після створення, розрахована без

урахування синергії, за сценарієм 1 перевищує значення, отримане при використанні сценарію 2, на величину різниці DTV_{A+B} за Сценарієм 1 і DTV_{A+B} за Сценарієм 2.

Дані, отримані в таблиці 5.33, також у свою чергу, доводять отримані висновки стосовно того, що при застосуванні розрахунку показника PV для підприємства-мети, на базі процедури дисконтування грошових потоків підприємства-покупця (WACC), (ще і при цьому матимемо математичну залежність «WACC покупця > WACC підприємства-мети»), тоді у підсумку матимемо ефект зниження рівня поточної ринкової вартості.

Крок 5. Розрахунок показника PV_{A+B} з урахуванням фактору синергії. Ефект синергії завжди отримується після визначення відповідного джерела або умов її утворення. Так нами експертно і обґрунтовано висловлюється думка, що за результатом інтеграції підприємств ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна» та ТОВ «Придніпровський механічний завод» сформується економічний потенціал по зростанню обсягу продажів спільно вироблюваної машинобудівної продукції, за рахунок розбудови мережі каналів реалізації продукції на промислових ринках, очікуються позитивні зміни в рівні якості і широті асортименту вироблюваної продукції Так ми очікуємо прогнозне зростання для ІСП складе 7%.

Ці дають формують основу для розрахунку рівня прогнозних грошові потоки в межах створюваної ІСП (детальні розрахунки представлені в Додатку Д), і, маючи адекватну та обґрунтовану нову ставку дисконтування ($WACC_{A+B}$), ми спроможні будемо визначити нову ринкову вартість створюваної ІСП з урахуванням ефекту синергії (узагальнювальні показники представлені в табл. 5.27). Якщо провести зіставлення результатів, які було отримано за підсумком введення або виведення фактору синергії, ми зможемо обрахувати рівень економічних вигод для підприємства-покупця ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна» в результаті поглинання «мети» ТОВ «Придніпровський механічний завод» (табл. 5.34).

Результати об'єднання промислових підприємств ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна» та ТОВ «Придніпровський механічний завод»

Показник	З урахуванням синергії	Без урахування синергії		Синергетичний ефект	
		сценарій 1	сценарій 2	сценарій 1	сценарій 2
Ставка дисконтування CF: WACC _{A+B}	0,195	0,195	0,195	×	×
Поточна вартість грошових потоків за прогнозований період, тис. грн.	11312,81	11097,26	11097,26	215,55	215,55
Наведена залишкова вартість, тис. грн.	13982,84	12694,74	12395,21	1288,09	1587,63
Поточна ринкова вартість ІСП, тис. грн.	25295,65	23792,0	23492,47	1503,64	1803,18

Джерело: Розроблено автором

Підсумовуючи отримані дані таблиці 5.34 ми робимо принциповий висновок стосовно того, що в результаті інтеграції підприємств відбудеться зростання показника ринкової вартості нової ІСП на величину – 1803,18 тис. грн. (за умови використання Сценарію 2 при розрахунку поточної вартості ІСП) і розмір – 1503,64 тис. грн. (за умови використання Сценарію 1).

На основі розрахованого ефекту впровадження проекту інтеграційної реструктуризації у форматі злиття/поглинання ми можемо визначати економічно доцільну вартість інтеграції і максимальний розмір очікуваної премії. Для розрахунку економічно доцільної ціни інтеграції доцільно використовувати наступну формулу:

$$EDЦ = E_{заг} + PV_A, \quad (5.26)$$

де $EDЦ$ – економічно доцільна ціна угоди;

$E_{заг}$ - очікуваний ефект інтеграції (синергетичний ефект);

PV_A - поточна вартість підприємства-мети.

Запропоновано розрахувати максимальну премію до ціни угоди:

$$\text{Премія}_{MAX} = \left(\frac{EDЦ}{PV_A} - 1 \right) \times 100\%, \quad (5.27)$$

де: Премія_{MAX} – максимальний розмір премії до PV_A .

На основі використання цих формул нами були отримані наступні результати відносно досліджуваного проекту інтеграційної реструктуризації (табл. 5.35).

Таблиця 5.35

Прогнозовані показники синергетичного ефекту і межі ціноутворення для підприємства-покупця ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна»

Показник	Сценарій 1	Сценарій 2
Синергетичний ефект, тис. грн.	1503,64	1803,18
Економічно доцільна ціна угоди, тис. грн.	4162,54	3824,35
Максимальний розмір премії, надбавка до ціни, %	55,6	88,2

Джерело: Розроблено автором

Отримані результати розрахунків дозволяють стверджувати, що Сценарій 2 (визначення поточної ринкової вартості нової ІСП на базі показника власного WACC) для підприємства-покупця ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна» оптимальний, у порівнянні зі Сценарієм 1, через то, що він формує більший розмір синергетичного ефекту (у прогнозованому періоді) і формує меншу вартість купівлі «мети». В межах проведених слід визначити ще і той аспект, що прогнозний синергетичний ефект складе 35,6% від $EDЦ$ (Сценарій 1) і 46,88% (Сценарій 2). Збільшення розміру цього показника означає, що запланований проект інтеграційної реструктуризації більш жаданий і економічно доцільний для підприємства-покупця.

Блок 2. Розрахунок рівня ефективності реструктуризації. При дослідженні угод злиттів/поглинань, автором було визначено, що недостатньо використовувати тільки показник «ефект синергії» від інтеграції та факторів його формування. Потрібно ввести критерій «ефективність інтеграції». Автор погоджується з науковими висновками дослідників М. Бредлі, М. Десаї, А. Кіма, які визнали, що, синергетичний ефект – важливий

критерій доцільності M&A, проте він не є ключовим [62]. Показником ефективності інтеграційної реструктуризації у форматі злиттів або поглинань ми визначимо показник чистої наведеної вартості угоди ($NPV_{M\&A}$), який буде формуватися наступною формулою:

$$NPV_{M\&A} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) - (C_B - R_{VA}), \quad (5.28)$$

де $NPV_{M\&A}$ – чиста наведена вартість злиття підприємств А і В;

PV – поточна вартість підприємства;

A – підприємство-мета;

B – підприємство-покупець;

C_B – сумарна величина витрат, які несе підприємство-покупець на придбання підприємства-мети (ціна угоди).

Для нашого проекту розрахунок рівня очікуваної ефективності створення ІСП у форматі злиття/поглинання представлений в таблиці 5.36.

Таблиця 5.36

Ефективність проекту інтеграційної реструктуризації у форматі злиття/поглинання для підприємства-покупця ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна», тис. грн.

Показник	Сценарій 1	Сценарій 2
Синергетичний ефект	1503,64	1803,18
Ціна купівлі підприємства-мети	3000	3000
Поточна вартість витрат на інтеграцію	36	36
Разом витрат на інтеграцію	3036	3036
Поточна ринкова вартість підприємства-мети	2 658,9	2 021,17
$NPV_{M\&A}$	1126,54	788,35

Джерело: Розроблено автором

Отримані розрахункові дані за підсумками таблиці 5.36 дають можливість зробити висновок про те, що рівень очікуваної ефективності створення ІСП у форматі злиття/поглинання для ТОВ «Придніпровський механічний завод» і ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна», матиме більше значення при введенні в проект реструктуризації Сценарію 1 (поточна

вартість ІСП на базі показника власного WACC), і це не приймаючи до відома, той факт, що раніше ми встановили (див. табл. 5.29), що рівень синергетичного ефекту інтеграції прогнозно може мати більше значення при введенні в проект реструктуризації Сценарію 2.

Вигоди слід зіставляти з витратами, тому ми пропонуємо в оцінці результативності інтеграційної реструктуризації у форматі злиття/поглинання використовувати показники:

- «затратомісткість об'єднання» підприємств в ІС (див. формулу (3.88));
- «модифікована економічна додана вартість» для підприємства-поглинача (див. формулу (3.89));
- «оптимальна премія до ціни угоди» (див. формулу (3.87) – показник, при розрахунку якого враховується поточна вартість додаткових витрат, пов'язаних з інтеграцією.

У таблиці 5.37 представимо розрахункові результати зазначених вище показників оцінювання додаткової ефективності для нашого проекту інтеграційної реструктуризації у форматі поглинання. Зазначаємо, що цей рівень ефективності є ключовим для підприємства-покупця.

Таблиця 5.78

Побічні показники оцінки ефективності проекту інтеграційної реструктуризації у форматі злиття/поглинання для підприємства-покупця ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна», тис. грн.

Показник	Сценарій 1	Сценарій 2
Затратомісткість об'єднання	0,0239	0,0199
Оптимальна премія до ціни угоди, %	55,6	88,2
Премія до фінансового ризику підприємства-покупця	0	0
Модифікована економічна додана вартість, тис. грн.	935,88	1362,95

Джерело: Розроблено автором

Як вже зазначалось, для оцінки інвестиційної привабливості підприємства-мети застосовуються прогнозні показники ефекту та ефективності. Підприємство-мета для покупця має два аспекти інвестиційної

привабливості, де одна виражена у привабливості підприємства, а інша – в угоді злиття (поглинання). У 4 розділі дисертаційного дослідження нами було розглянуто методи оцінки привабливості підприємства-мети.

За нашими переконаннями, запропонований метод слід доповнити додатковим етапом, враховуючи специфіку М&А. Підрозділ присвячений механізму розрахунку ефекту та ефективності планової угоди М&А. Його можна використати як самостійний метод для ретроспективного чи перспективного аналізу ефективності інтеграційної реструктуризації. Крім того, цей механізм можливо використати як складову в схемі оцінки інвестиційної привабливості підприємства-мети М&А, представлену у попередньому розділі. У використанні описаного механізму полягає комплексність економічного аналізу інтеграційної реструктуризації у сфері промислових підприємств.

ТОВ «Придніпровський механічний завод» як господарюючий суб'єкт має інвестиційну привабливість на середньому рівні – 0,668 бали (табл. 5.20).

За результатами перспективного аналізу ефективності угоди можемо зробити висновки, що, залежно від обраної ставки дисконтування, за сценарієм 1 прогнозований синергетичний ефект становить 1503,64 тис. грн. (55,6% вартості підприємства-мети), за сценарієм 2 – 1803,18 тис. грн. (88,2% вартості підприємства-мети). У перспективі для підприємства ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна» в результаті інтеграційної реструктуризації економічно додана вартість за сценарієм 1 становитиме 935886,4 тис. грн., за сценарієм 2 – 1362947,2 тис. грн. Показник $NPV_{M\&A}$ має позитивне прогнозоване значення за сценарієм 1 1126,54 тис. грн., за сценарієм 2 – 788,35 тис. грн. За обома сценаріями показник «затратомісткість об'єднання» становить 0,195. Це означає, що показник «ефект інтеграції» значно перевищує показник «поточна вартість додаткових витрат на інтеграцію», тобто отримані вигоди перевищують у кілька разів понесені витрати. У перспективі не передбачається зростання бар'єрної ставки та фінансового ризику. За розрахунками ставка премії ТОВ «Спейс системз інжиніринг

Україна» до фінансового ризику становить 0%. За сценарієм 1 для угоди, що аналізується, оптимальні прогнозовані межі ціноутворення знаходяться від 0 до 154% від поточної ринкової вартості ТОВ «Придніпровський механічний завод», за сценарієм 2 – у межах від 0 до 187% від поточної ринкової вартості ТОВ «Придніпровський механічний завод».

Отже, за прогнозами, угода по поглинанню підприємства ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна» підприємством ТОВ «Придніпровський механічний завод» «приваблива».

Підприємство-мета ТОВ «Придніпровський механічний завод» як самостійний господарюючий суб'єкт, за розрахунками, має середню оцінку інвестиційної привабливості. Крім того, прогнозна оцінка ефективності угоди поглинання для підприємства ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна» висока. Тому, здійснення інтеграційної реструктуризації методом злиття (поглинання) для підприємства-покупця слід вважати доцільною на передінтеграційному етапі.

На нашу думку, описаний метод визначення ефективності угод злиття (поглинання) має зручне практичне застосування. Метод також актуальний та логічно обґрунтований. Нами виділено ряд сильних сторін зазначеного методу. По-перше, визначення ефективності інтеграційної реструктуризації у формі злиття (поглинання) здійснюється методом перспективного аналізу та дисконтування грошових потоків. Висунута гіпотеза про приведену до теперішнього часу вартість грошових потоків, утворену цим підприємством впродовж ЖЦП (економічного життя), знижені за визначеною ставкою відносно ризикам підприємства – це теперішня ціна підприємства. Зазначений метод має психологічну відповідність концепції інвестування. По-друге, цей метод дає можливість за допомогою розрахунків визначити можливість отримання вигоди від реалізації проекту інтеграційної реструктуризації у формі злиття (поглинання) (синергетичний ефект для об'єднаних підприємств) та для підприємства-покупця, яке покриває основну частину витрат у зв'язку з об'єднанням, здійснити прогноз ефективності

угоди.

Окремо слід зазначити особливість обраного методу, що полягає у виборі ставки дисконтування. Розрахунки ефективності угоди поглинання було вдало продемонстровано на прикладі підприємств ТОВ «Придніпровський механічний завод» та ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна». Проілюстровано, що на прогнозовані результати інтеграційної структури значний вплив має ставка дисконтування. За нашими переконаннями, запропонований метод є базовим у прийнятті рішення щодо злиття (поглинання) підприємств. Тому, рекомендуємо його використовувати на перед та післяінтеграційному етапі інтеграційної реструктуризації у сфері промислових підприємств.

Висновки до п'ятого розділу

1. Розроблено і аналітично обґрунтовано методичний підхід по управлінню процесом інтеграційної реструктуризації в середовищі промислових підприємств, який представлено у вигляді проекту створення та ефективного функціонування інтеграційної структури при проведенні реструктуризації (злиття/поглинання). Метою ефективного функціонування інтеграційної структури визначено фінансово-економічну ефективність максимально допустимою ймовірністю її досягнення через використання розрахункових показників теорії ігор і введення вектору Шеплі, за рахунок якого оцінюється очікувана організаційна і фінансова вигода гравців-учасників інтеграційної угоди.

2. Було побудовано структурно-функціональну блок-схему створення та ефективного функціонування інтеграційної структури підприємств, що дозволяє проводити коригування системи в разі недосягнення запланованих фінансово-економічних показників на кожному етапі її життєвого циклу. Було розроблено прикладну модель створення інтеграційної структури

підприємств на основі врахування і математичної оцінки впливу зовнішніх чинників. Отримані результати наукового дослідження дозволяють промисловим підприємствам проводити оцінку потреби в реструктуризації і, у разі її наявності, реалізовувати усі етапи процесу інтеграційної реструктуризації на основі розроблених методичних викладок і положень.

3. Розроблено методичний підхід проведення інтеграційної реструктуризації промислових підприємств на основі визначення інвестиційної привабливості підприємства-мети. Запропонованоу рамках розрахунково-аналітичного розділу методики аналізу інвестиційної привабливості підприємства-мети виділити три розділи: загальний, спеціальний і контрольний.

- загальний розділ присвячений оцінюванню інвестиційної привабливості підприємства-мети на основі аналізу її якісних характеристик;

- спеціальний розділ враховує чинник мотивації угоди M&A: включає систему аналітичних процедур, орієнтованих на обґрунтування рішення про рівень інвестиційної привабливості підприємства-мети;

- контрольний розділ дозволяє дати завершальну оцінку рівня інвестиційної привабливості підприємства-мети на основі запропонованого нами алгоритму розрахунку коефіцієнта інвестиційної привабливості.

Об'єктом практики застосування концепції інтеграційної реструктуризації обрано два машинобудівних підприємства: ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна» (підприємство-покупець) та ТОВ «Придніпровський механічний завод» (підприємство-мета).

4. Було проведено оцінку економічної ефективності інтеграційної реструктуризації промислових пвдприємств. Було визначено базовий алгоритм розрахунку. 1. Визначення синергії: вибір ставки дисконтування → дисконтування грошових потоків за ставкою WACC → розрахунок поточної ринкової вартості підприємств → розрахунок PV_{A+B} без урахування синергії → розрахунок PV_{A+B} з урахуванням синергії. 2. Визначення ефективності M&A. Була розрахована поточна вартість нової ІСП (на основі використання

двох ставок дисконтування обох промислових підприємств), а також поточна вартість покупця – ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна».

5.3 підсумками апробації методики інтеграційної реструктуризації підприємств привабливість ТОВ «Придніпровський механічний завод» та ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна» оримано наступні результати:

За результатами перспективного аналізу ефективності угоди можемо зробити висновки, що, залежно від обраної ставки дисконтування, за сценарієм 1 прогнозований синергетичний ефект становить 1503,64 тис. грн. (55,6% вартості підприємства-мети), за сценарієм 2 – 1803,18 тис. грн. (88,2% вартості підприємства-мети). У перспективі для підприємства ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна» в результаті інтеграційної реструктуризації економічно додана вартість за сценарієм 1 становитиме 935886,4 тис. грн., за сценарієм 2 – 1362947,2 тис. грн. Показник $NPV_{M\&A}$ має позитивне прогнозоване значення за сценарієм 1 1126,54 тис. грн., за сценарієм 2 – 788,35 тис. грн. За обома сценаріями показник «затратомісткість об'єднання» становить 0,195. Це означає, що показник «ефект інтеграції» значно перевищує показник «поточна вартість додаткових витрат на інтеграцію», тобто отримані вигоди перевищують у кілька разів понесені витрати. У перспективі не передбачається зростання бар'єрної ставки та фінансового ризику.

Результати дослідження, які визначають науковий внесок здобувача і визначають наукову новизну дисертаційної роботи представлені в наступному ряді публікацій: [19, 23, 29, 30, 37, 38, 39, 42, 46, 50, 51, 52, 55, 60].

Список використаних джерел до розділу 5

1. Beishaar V., Knight J., Wassenaer A. Deals that create value. The McKinsey Quarterly. 2010. №1. 78 p.

2. Черемных О.С. Стратегический корпоративный реинжиниринг: процессно-стоимостной подход к управлению бизнесом. Москва : «Финансы и статистика», 2005. 736 с.
3. Пилипенко А. А. Стратегічна інтеграція підприємства: механізм управління та моделювання розвитку. Харків : ВД «ІНЖЕК», 2008. 403 с.
4. Стадник В. В., Замазій О. В. Проблеми інтеграцій суб'єктів господарювання в умовах перехідної економіки. Вісник Хмельницького національного університету. Економічні науки. 2003. № 2, Т.1. С. 38-42.
5. Феррис К., Пешеро-Пети Б. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении. Москва : Изд-во Вильямс, 2003. 255 с.
6. Азроянц Э. А. Холдинги. Холдинговые компании: особенности, опыт, проблемы, перспективы. Москва : НИИУ, 1992. Кн. 1. 122 с.
7. Балукова В. А. Методология корпоративного подхода к реструктуризации промышленных предприятий в условиях российской экономики : монография. Санкт-Петербург : СПбГИЭУ, 2002. 204 с.
8. Боди Зви., Кейн Алекс, Маркус Дж. Алан Принципы инвестиций. Москва : Вильямс, 2002. 982 с.
9. Булеев И. П., Богачев С. В., Мельникова М. В. Промышленные корпорации: особенности развития и принятия решений. Донецк : ИЭП НАН Украины, 2002. 116 с.
10. Гейц В. М. Перехідна економіка. Київ : Вища школа, 2003. 591 с.
11. Гранди Т. Слияния и поглощения. Как предотвратить разрушение корпоративной стоимости, приобретая новый бизнес : пер. с англ. Москва : Эксмо, 2008. 240 с.
12. Єлецьких С. Я. Управління фінансовою стійкістю промислового підприємства : монографія. Краматорськ : ДДМА, 2013. 492 с.
13. Кизим М. О., Пилипенко А. А. Управління створенням і розвитком видатної корпорації : монографія. Харків : ВД «ІНЖЕК», 2007. 208 с.

14. Мазур И. И., Шапиро В. Д. Реструктуризация предприятий и компаний. Москва : Экономика, 2001. 456 с.
15. DePamphilis D. Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions. N.Y. : Academic Press, 2009. 800 p.
16. Maucher H.O. Mergers and acquisitions as a means of restructuring and repositioning in the global market: business, macroeconomic and political aspects. Transnational Corporations. 2008. Vol.7. №3. P. 153-182.
17. Астапова Г. В. Організаційно-економічний механізм корпоративного управління вітчизняними підприємствами : монографія. Київ : НАУ, 2006. 244 с.
18. Баккер Г., Хелминк Дж. Как успешно объединить две компании : пер. с англ. Т. И. Митасова; науч. ред. Г. А. Ясницкий, А. Г. Ясницкая. Минск : Гревцов Паблицер, 2008. 288 с.
19. Македон В.В. Салига К.С. Методичний інструментарій реалізації проекту реструктуризації на промисловому підприємстві. Збірник наукових праць. «Проблеми системного підходу в економіці». 2017. Випуск 4 (60). С. 105-110.
20. Козаченко А. В. Механизм стратегического управления крупными производственно-финансовыми системами промышленности. Донецк : ИЭП НАН Украины, 1998. 348 с.
21. Xu X., Wang Y. Ownership Structure, Corporate Governance, and Firms' Performance: The Case of Chinese Stock Companies. Working Paper, World Bank, 2007. 253 p.
22. Zappa M. The Fundamentals of Strategic Logic and Integration for Merger and Acquisition Projects. Switzerland : «Mettler Toledo AG Analytical», 2008. 76 p.
23. Македон В.В. Інноваційні підходи реструктуризації промислових підприємств: теорія, методологія, практика : монографія. Запоріжжя : Видавничий дім «Гельветика», 2018. 514 с.

24. Reed Stanley Foster, Alexandria Lajoux. The Art of M&A, 4th Ed. McGraw-Hill, 2007. 1100 p.
25. Makedon V.V., Korneyev M.V. Financial and real sectors of economy: convergence and prospects of development : monograph. United Kingdom, Sheffield : Science and Education Ltd, 2013. 174 p.
26. Rappaport A. Creating shareholder value: the new standard for business performance. New York : Free Press; London : Collier Macmillan, 1986. 270 p.
27. Щукін О.І. Маркетингова реструктуризація як антикризовий інструмент управління промисловим підприємством. Економічний вісник університету. 2016. Вип. 30(1). С. 108-112.
28. Ушкаренко Ю.В. Синергія кооперативної взаємодії. АгроСвіт. 2011. № 12. С. 11-16.
29. Македон В.В. Формування вартості проекту злиття або поглинання. Облік контроль і аналіз в управлінні підприємницькою діяльністю : тези доп. учасників V Міжнар. наук.-практ. конф., 16-18 квітня 2008 р., м. Черкаси. Черкаси : ЧДТУ, 2008. С. 214-216.
30. Македон В.В. Аналіз мотиваційних факторів здійснення інтеграцій компаній. Академічний огляд. №2. 2007. С. 103–107.
31. Терещенко О. О., Волошанюк Н. В. Фінансові домінанти реструктуризації підприємств. Фінанси України. 2009. № 4. С. 82-90.
32. Джонсон Д., Шоулз К., Уиттингтон Р. Корпоративная стратегия: теория и практика. 7-е изд. : пер. с англ. Москва : ООО «И.Д. Вильямс», 2007. 800 с.
33. Глущенко В. В. Інтегровані структури суб'єктів господарювання: визначення, сучасний стан функціонування та розвиток. Харків : СПД ФО Лібуркіна Л.М., 2005. 64 с.
34. Інформаційні системи в економіці: монографія / С. В. Устенко, А. М. Береза, Г. П. Галузинський, В. М. Гужва та ін. ; за заг. ред. д-ра. екон. наук, проф. С. В. Устенка. Київ : КНЕУ, 2012. 425 с.

35. Шмиголь Н. М., Цокур В.Ю. Організаційно-економічні методи управління підприємством з використанням інформаційних систем. Держава та регіони. Серія : Економіка та підприємництво. 2017. № 3. С. 54-58.
36. Клебанова Т.С. Моделирование экономической динамики : учеб. пособие / Клебанова Т.С., Дубровина Н.А., Полякова О.Ю. та ін. 2-е изд., стереотип. Харьков : Издательский дом «ИНЖЭК», 2005. – 244 с.
37. Македон В.В., М'ячин В.Г. Упровадження методу аналізу ієрархій для визначення пріоритетності факторів ризику угод корпоративних злиттів та поглинань. Вісник Одеського національного університету. Серія Економіка. 2016. Том 21. Випуск 1. С. 134-139.
38. Македон В.В., Мячин В.Г. Оценка рисков корпоративных сделок слияния и поглощения методом нечётких множеств. Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія «Міжнародні економічні відносини та світове господарство». 2016. Випуск 6. Частина 2. С. 66-69.
39. Македон В.В. Методичні підходи щодо фінансової оцінки вартості підприємств при злиттях і поглинаннях. Development of social and economic systems in a global competitive environment : Conference Proceedings, February 29th, 2016, Chisinau. Chisinau, Moldova, 2016. P. 123-126.
40. Кальна Т.А. Конкуентоспроможність продукції машинобудівного комплексу України в експортно-імпортних операціях. Економічний аналіз : зб. наук. пр. 2016. Том 25. № 1. С. 29-36.
41. Магнус Я. Р., Нейдеккер Х. Матричное дифференциальное исчисление с приложениями к статистике и эконометрике / пер. с англ., под ред. С. А. Айвазяна. Москва : ФИЗМАТЛИТ, 2002. 496 с.
42. Македон В.В. Развитие системы управления предприятием через слияние или поглощение. Проблеми інформаційно-статистичного дослідження розвитку економічних систем : тези доп. учасників Всеукр. наук.-практ. конф., 22-23 лютого 2007 р., м. Дніпропетровськ. Дніпропетровськ : ДНУ, 2007. С. 96-97.

43. Аистова М. Д. Реструктуризация предприятий: вопросы управления. Стратегии, координация структурных параметров, снижение сопротивления преобразованиям : монография. Москва : Альпина Паблишер, 2002. 287 с.

44. Балабанов И. Т. Основы финансового менеджмента: как управлять капиталом. Москва : Финансы и статистика, 2005. 384 с.

45. Баранов А. А., Щукина Е. А. Разработка системы показателей для определения эффективных бизнес-единиц при реструктуризации машиностроительного предприятия. Известия ТулГУ. Экономические и юридические науки. 2013. № 1-1. С. 164-175.

46. Македон В.В. Аналіз і узагальнення чинників, що впливають на процес фінансування угод злиттів і поглинань, як особливого інвестиційного проекту. Збірник наукових праць. Науковий вісник Буковинського державного фінансово-економічного університету. Економічні науки. 2015. Вип 28. Ч 4. С. 162-165.

47. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами. Москва : «Финансы и Статистика», 2003. 800 с.

48. Галпин Тимоти Дж., Хэндон Марк Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний : пер. с англ. Москва : Издательский дом «Вильямс», 2005. 240 с.

49. Samuels J. M., Wilkes F. M., Brayshaw R. E. Management of Company Finance. Fifth Edition. L., Glasgow, N.Y. etc. : Chapman and Hall, 1993.757 p.

50. Македон В.В. Аналіз і узагальнення чинників, що впливають на процес фінансування угод злиттів і поглинань, як особливого інвестиційного проекту. Збірник наукових праць. Науковий вісник Буковинського державного фінансово-економічного університету. Економічні науки. 2015. Вип 28. Ч 4. С. 162-165.

51. Македон В.В. Аналіз ефективності злиттів і поглинань компаній. Теорія і практика сучасної економіки : тези доп. учасників VIII Міжнар.

наук.-практ. конф., 26-28 жовтня 2007 р., м. Черкаси. Черкаси : ЧДТУ, 2007. С. 525-528.

52. Македон В.В. Розробка стратегії розвитку промислового підприємства. Збірник наукових праць. Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності. 2013. Т.1. Випуск 1. С. 366-370.

53. Reed Stanley Foster, Alexandria Lajoux. The Art of M&A, 4th Ed. McGraw-Hill, 2007. 1100 p.

54. Gaughan P. Mergers, acquisitions, and corporate restructuring. New York : NY, Wiley, 2006. 578 p.

55. Македон В.В. Досягнення синергетичного ефекту при злиттях і поглинаннях компаній. Збірник наукових праць. Європейський вектор економічного розвитку. 2011. Вип. 1(10). С. 117–124.

56. Farrell J., Shapiro C. Scale economies and synergies in horizontal merger analysis. Antitrust Law Journal. 2001. Vol. 68. No. 3. P. 685-710.

57. Кизим М. О., Пилипенко А. А., Ялдин І. В. Управління створенням і розвитком видатної корпорації : монографія. Харків : Инжек, 2007. 208 с.

58. Хардинг Д., Роувит С. Искусство слияний и поглощений: Четыре ключевых решения, от которых зависит успех сделки : пер. с англ. Петкевич А. Г. Минск : Гревцов Паблицер, 2007. с. 256.

59. Чуприна М.О. Використання іманентної особливості потенціалу соціально-економічних та організаційних змін в контексті реструктуризації підприємств : монографія. Формування потенціалу соціально-економічних та організаційних змін ; за заг. ред. І.А. Ігнат'євої, В.В. Микитенко. Київ : РВПС України НАН України і КНУТД МОНмолодьспорту України; Вид-во ПП Вишемирський В.С., 2010. 694 с.

60. Македон В.В. Роль джерел фінансування при визначенні стратегій злиття або поглинання компаній. Збірник наукових праць. Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. 2010. Вип. 30. С. 191-199.

61. Клейнер Г. Б., Смоляк С. А. Эконометрические зависимости: принципы и методы построения. Москва : Наука, 2000. 104 с.

62. Bradley M., Desai A., Kim E. Synergetic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics*. 1998. №21. P. 3-40.

ВИСНОВКИ

Одержані за підсумками проведеного дослідження результати у своїй сукупності вирішують актуальну наукову проблему пов'язану з розробкою теоретико-методологічних положень і науково-практичних рекомендацій щодо реструктуризації промислових підприємств і полягають у наступному:

Одержані за підсумками проведеного дослідження результати у своїй сукупності вирішують актуальну наукову проблему пов'язану з розробкою теоретико-методологічних положень і науково-практичних рекомендацій щодо реструктуризації промислових підприємств і полягають у наступному:

1. Обґрунтування інноваційних підходів щодо реструктуризаційних процесів в діяльності промислових підприємств зумовило формулювання та поєднання дефініцій «реструктуризація промислового підприємства» та «інтеграційна реструктуризація», які гуртуються на таких аспектах як: кардинальна трансформація, проведення системних змін організаційно-економічного механізму господарської діяльності, зміни в структурі корпоративної власності підприємства, реалізація виробничо-технологічного потенціалу, отримання синергетичного ефекту.

2. За результатами теоретичних узагальнень змістовно-організаційного наповнення реструктуризації виділено наступні підходи щодо її проведення: структурний, базується на зміні структури діяльності підприємства; радикальний, базується на змінах ділового циклу підприємства; адаптаційний має на меті пристосування підприємства до умов зовнішнього середовища; ринковий пропагує синхронізацію системи управління і виробництва у відповідність вимогам базового ринку; антикризовий базується на трансформаціях, направлених на недопущення і подолання кризових станів; інтеграційний, базується на корпоративній практиці злиттів та поглинань. Такий поділ виявляє організаційні, структурні і практичні відмінності в реструктуризаційній трансформації промислових підприємств.

3. Доповнено класифікаційний спектр видів і форм реструктуризації промислових підприємств наступними ознаками: модель перетворення; зміна масштабів підприємства; вид дезінтеграції/стиснення; цільова орієнтація; інтеграційна орієнтація (злиття/поглинання), що сприяє зростанню рівня релевантності реструктуризаційних процесів. Такий спектр формує можливості вибору та поєднання видів і форм реструктуризації при розробці стратегічних карт розвитку промислових підприємств.

4. Обґрунтовано доцільність формування проекту реструктуризації у логіко-структурному форматі із виділенням поступальних блоків: організаційно-економічні причини ініціації реструктуризації; напрям проведення реструктуризаційних змін, обрання концепції реструктуризації; обґрунтування виду реструктуризаційних змін. Це стає основою формування методичного підходу запуску та управлінського супроводження комплексного реструктуризаційного проекту на підприємстві.

5. Доведено науково-методичну доцільність поєднання процесу інтеграційної реструктуризації і моделі ЖЦП з метою з'ясування оптимальних і економічно виправданих умов використання операцій злиттів/поглинань і конкретної фази ЖЦП. Це відбувається на основі застосування контрольних точок стратегічної ефективності інтеграційної реструктуризації та паралельним аналізом її техніко-економічних показників. Це формує механізм утворення максимальної вартості об'єднаної структури промислових підприємств та її довгострокової стратегічної стійкості.

6. Обґрунтовано концепцію економічного аналізу інтеграційної реструктуризації. Запропоновано виділяти фази передінтеграційного, інтеграційного та постінтеграційного економічного аналізу із відповідним розрахунком ключових показників. На передінтеграційному етапі визначається організаційно-економічна доцільність інтеграційної реструктуризації для підприємства-покупця і інвестиційна привабливість підприємства-мети. На етапі інтеграції визначаються чинники реалізації стратегії реструктуризації та прогнозуються економічні показники

оцінювання ефективності інтеграційного процесу. На постінтеграційному етапі надається зважена оцінка ефективності злиття/поглинання і визначається ефективність утворюваної інтеграційної структури. Таким чином визначається доцільність інтеграційної реструктуризації як для підприємства-покупця так і для підприємства-мети.

7. Побудовано модель визначення синергетичного ефекту за наслідками інтеграційної реструктуризації на основі концепції «широкої» (операційної і фінансової) синергії. В основу моделі покладено: фактор вартості від злиття/поглинання як для підприємства-поглинача так і підприємства-мети; оцінку очікуваного ефекту від інтеграції у вигляді зростання капіталізації і формування додаткового прибутку для підприємства-покупця; показник чистої вартості поглинання (NAV) у вигляді ефекту синергії за вирахуванням витрат на реалізацію угоди; показник приросту вартості підприємства-мети, як різниці вартості об'єднаної структури підприємств і його вартості до реструктуризації.

8. Розроблено науково-методичне забезпечення по визначенню вартості об'єднаної структури промислових підприємств, основою якого є модель трикутного розподілу коефіцієнтів дисконтування вартості, що дозволяє визначати довірчий інтервал, в межах якого буде утворюватися величина капіталізації підприємства-мети і об'єднаної структури. Вартість об'єднаної структури (BPV_{AB}) має визначатися умовою збереження існуючих вигод для підприємства-покупця і частини синергії (CE-P-E). Доведено, що максимальна надбавка до інвестиційної вартості підприємства-мети, що включає премію (P) і витрати (E), не має бути більшою за синергетичний ефект від самої реструктуризації.

9. Сформовано науково-методичні положення щодо визначення інвестиційної привабливості інтеграційної реструктуризації на основі формування ряду індикаторів: «максимальна величина премії до ціни угоди злиття/поглинання», яка визначається як відношення очікуваного синергетичного ефекту від інтеграції до поточної ринкової вартості

підприємства-мети; «оптимальна величина премії до ціни угоди злиття/поглинання», яка визначається як відношення різниці між синергетичним ефектом і поточною ринковою вартістю підприємства-мети до величини приведених додаткових витрат на інтеграцію; «ресурсомісткість процесу інтеграційної реструктуризації», як відношення величини приведених додаткових витрат на інтеграцію до синергетичного ефекту від інтеграції.

10. Розроблено методичні положення щодо реалізації програми інтеграції виробництв промислових підприємств. В основу методики покладено підвищення загальної ефективності (E_{zar}) функціонування об'єднаної структури промислових підприємств при виборі конкретного виду формування інтеграційно-організаційних зв'язків. Введено економіко-математичну модель організації та функціонування інтеграційної структури, що дозволить підвищити її ефективність за рахунок регулярної оцінки та перерозподілу ресурсів, вкладених в неї підприємством-метою.

11. Сформовано методичний підхід по імплементації процесного управління в модель інтеграційної реструктуризації промислових підприємств. В основу підходу покладено ієрархічний розподіл факторів науково-технічного, фінансового і матеріального походження, які мають підприємства учасники інтеграційної угоди. Впроваджено моделювання виробничої програми, ресурсного розподілу та формування перехідної стратегії для інтеграційної структури підприємств з максимальним рівнем синергетичного ефекту. Це дозволяє враховувати і прогнозувати доцільний економічний ефект від інтеграційної реструктуризації.

12. Розроблено теоретико-методичний підхід до визначення бажаних організаційно-економічних ефектів від інтеграційної реструктуризації. Оцінювання проводиться за організаційним алгоритмом: оцінка показника фінансово-економічної ефективності інтеграції; систематизація факторів зовнішнього середовища, які впливають на функціонування об'єднаної структури; аналіз учасників інтеграції; визначення загального показника

фінансово-економічної ефективності об'єднаної структури; визначення ймовірності досягнення максимального показника загальної ефективності інтеграційної структури. Це формує системність планування, організації та реалізації програм і проектів реструктуризації в середовищі промислових підприємств.

13. Розроблено методичний підхід по розрахунку економічної ефективності інтеграційної реструктуризації, в основу якого покладено сценарну модель визначення середньозваженої вартості капіталу підприємства-покупця (поточна ставка) і підприємства-мети (бар'єрна ставка), що утворює можливість на передінтеграційному етапі проводити оцінювання інвестиційної привабливості підприємства-мети, на постінтеграційному етапі визначити синергетичний ефект від інтеграційної реструктуризації. Це дає можливість раціоналізувати витрати на проведення реструктуризації і отриманий фактичний синергетичний ефект максимально наблизений до розрахункового.

ДОДАТКИ

Додаток А

Класифікаційне поле проведення реструктуризації промислових підприємств

Таблиця А1

Класифікаційні ознаки реструктуризації промислових підприємств

Класифікаційна ознака	Вид реструктуризації		
За напрямками і способами проведення реструктуризації	зміна масштабу підприємства	збільшення	<ul style="list-style-type: none"> — злиття; — поглинання; — приєднання; — консолідація; — купівля майна; — створення СП; — оренда, лізинг майна.
		скорочення	<ul style="list-style-type: none"> — розподіл; — виділення; — продаж майна; — скорочення власного капіталу; — створення дочірнього підприємства; — здача майна в оренду; — ліквідація підприємства.
	зміна складу і структури власності капіталу і корпоративного контролю	зміна складу власників	<ul style="list-style-type: none"> — перетворення підприємства; — продаж підприємства; — банкрутство; — приватизація.
		зміна структури власності і контролю	<ul style="list-style-type: none"> — продаж акцій; — придбання акцій; — конвертація акцій; — додаткова емісія акцій.
		зміна складу і структури активів	<ul style="list-style-type: none"> — продаж активів; — купівля активів; — переоцінка основних фондів; — оцінка підприємства.
		Реструктуризація кредиторської заборгованості	<ul style="list-style-type: none"> — погашення; — списання; — відстрочення; — розстрочка; — продаж; — взаємозалік.
	зміна внутрішньої структури підприємства	реструктуризація виробничої структури	<ul style="list-style-type: none"> — оптимізація розташування підрозділів підприємства; — модернізація виробництва; — реконструкція і капремонт

			<p>основних фондів;</p> <ul style="list-style-type: none"> – створення центрів фінансової відповідальності; – виділення основних і допоміжних підрозділів; – виявлення внутрішніх резервів.
		реструктуризація організаційної структури	<ul style="list-style-type: none"> – зміна переліку функцій і завдань управлінських служб; – зміна організаційної структури; – зміна кадрової політики; – реорганізація системи оперативного обліку і внутрішнього документообігу.
За сферою застосування	виробничі; організаційно-управлінські; правові; майнові.		
За термінами дії на результати діяльності підприємства	довгострокові; короткострокові.		
По відношенню до розмірів капіталовкладень	капіталомісткі; некапіталомісткі.		
По відношенню до фінансово-економічного стану господарюючого суб'єкта	природна		<ul style="list-style-type: none"> – реструктуризація по стратегії необмеженого зростання; – інтегроване зростання; – диверсифіковане зростання.
			<ul style="list-style-type: none"> – реструктуризація по стратегії обмеженого зростання; – концентроване зростання; – нарощування потенціалу.
	ділова		<ul style="list-style-type: none"> – викуп акцій; – виведення привабливих активів.
	кризова		<ul style="list-style-type: none"> – реструктуризація в цілях фінансового оздоровлення; – злиття з фінансово «здоровим» підприємством, приєднання до ФПГ; – розподіл підприємства; – антиборгова реструктуризація.

Додаток Б

Критерії для стратегії реструктуризації

Таблиця Б1

Критерії вибору стратегії реструктуризації

Стратегії реструктуризації	Критерії вибору
Фінансове оздоровлення	<ol style="list-style-type: none"> 1. Спостерігається зниження показників економічної діяльності у нормально працюючого підприємства: прибутку, обсягів продажів, коефіцієнтів ділової активності, показників фінансової стійкості. 2. Упродовж ряду звітних періодів відсутній приплив грошових коштів для погашення кредиторської заборгованості, спостерігається зростання простроченої дебіторської заборгованості. 3. Підприємство знаходиться на стадії судових процедур. 4. Керівництво підприємства має нові ідеї (по вдосконаленню технології виготовлення продукції, по підвищенню якості продукції і тому подібне), які найближчим часом дозволять вийти підприємству на стабільний фінансовий рівень. 5. Комплексний аналіз передреструктуризації показав, що підприємство має необхідний потенціал, щоб уникнути банкрутства.
Фінансове оздоровлення елементами реорганізації	<ol style="list-style-type: none"> 1. Підприємство має незадовільну платоспроможність або на знаходиться на межі банкрутства. 2. Підприємство є одним із слабких конкурентів у своїй галузі. 3. Прогноз розвитку цього підприємства песимістичний. 4. Якийсь підрозділ підприємства вимагає значно більше ресурсів для підтримки своєї конкурентоспроможності, чим підприємство може забезпечити. 5. Підприємство може бути розділене на технологічно відособлені локальні комплекси, деякі з яких при самостійності здатні наростити свій потенціал. 6. Підприємству було зроблено пропозицію про скупку акцій фінансово стійким підприємством. 7. Процедури реорганізацій принесуть істотний синергетичний ефект.
Антиборгова стратегія	<ol style="list-style-type: none"> 1. Фінансове положення підприємства нестабільне або важке. 2. Кредитори не йдуть на компроміси, виставляють жорсткі вимоги і погрожують звернутися за допомогою до кримінальних структур.
Захисна	Підприємство має загрозу бути захопленим іншим підприємством (недружнім поглиначем)
Диверсифікаційне зростання	<ol style="list-style-type: none"> 1. Фінансове положення підприємства стабільне. 2. Підприємство має в розпорядженні капітал і сильну управлінську команду. 3. Підприємство конкурує в галузі, що не має зростання або що має дуже низькі темпи зростання. 4. Традиційна продукція підприємства знаходиться у стадії вмирання по життєвому циклу. 5. Існуючі ринки для продукції цілком насичені. 6. Є галузі, де можна отримати великий прибуток, і вихід в ці галузі швидко окупається.

Стратегії реструктуризації	Критерії вибору
Інтегроване зростання	<ol style="list-style-type: none"> 1. Фінансове положення підприємства стабільне. 2. Підприємство має в розпорядженні капітал і сильну управлінську команду. 3. Підприємство конкурує в швидкозростаючій галузі. 4. Дистриб'ютори продукції підприємства незговірливі або слабкі, для того, щоб задовольнити запити підприємства. 5. Постачальники сировини і матеріалів незговірливі або слабкі для того, щоб задовольнити запити підприємства. 6. Конкуренти припускаються помилок через недостатній досвід управління або відсутності ресурсів, які має в розпорядженні підприємство.
Концентроване зростання	<ol style="list-style-type: none"> 1. Фінансове положення підприємства стабільне. 2. Підприємство має в розпорядженні капітал і сильну управлінську команду. 3. Підприємство конкурує в швидкозростаючій галузі. 4. Підприємство знаходиться на стадії зростання і досягає успіху у своєму бізнесі. 5. Існуючі ринки не насичені продукцією підприємства, існують нові неосвоені ринки. 6. Підприємство відрізняється своїми науково-дослідними і проектними можливостями.
Нарощування потенціалу	<ol style="list-style-type: none"> 1. Фінансове положення підприємства стабільне. 2. Підприємство нещодавно увійшло до цього бізнесу, але вже досягає успіху. 3. Підприємство націлене на розвиток і може собі дозволити інвестувати прибуток в розвиток виробництва. 4. Є внутрішні резерви нарощування потенціалу.

Додаток В

Проблеми методів ризиків в оцінці вартості підприємств при інтеграційній реструктуризації

Таблиця В1

Характеристика і проблеми методів обліку ризиків в оцінках вартості підприємств при інтеграційній реструктуризації

Основні ознаки	Стабільний ризик, стабільна ставка	Метод надійного еквіваленту	Облік норми дисконту по етапах процесу метод RADR	Дерево рішень і імітаційна модель	Метод опціонів
Характеристика методів					
1. Спосіб врахування ризику і тимчасової вартості грошей	У єдиній нормі дисконту по підприємства в цілому для усього періоду врахування грошового потоку	Роздільний облік тимчасової вартості грошей і ризику. Вплив ризику компенсується зниженням грошового потоку. Тимчасова вартість грошей враховується через безризикову ставку.	Норми дисконту визначаються за окремими стадіями процесу злиття. У нормах дисконту враховується тимчасова вартість грошей і рівень ризику.	Роздільний облік тимчасової вартості грошей і ризику. Вплив ризику враховується ймовірністю рішення. Тимчасова вартість грошей враховується через безризикову ставку.	Сукупно - для поточних процесів, окремо - для відкладених
2. Об'єкт обліку ризику	Підприємство в цілому	Окремі елементи грошового потоку або підприємство в цілому	Окремі елементи грошового потоку	Окремі рішення за проектом	Проект, в цілому, сукупність проектів

Продовження таблиці В1

3. Спосіб оцінки ризику	Визначення норми дисконту на основі: 1. власний капітал - модифікація CAPM; Загальний капітал - WACC; 2. витрати на капітал; 3. метод кумулятивного нарощування дисконту; 4. прямих експертних оцінок.	Експертна оцінка варіації грошового потоку і розрахунок ринкової ціни ризику. На їх основі - розрахунок безризикового еквіваленту грошового потоку	Визначення норми дисконту методами: - кумулятивного нарощування дисконту; - прямими експертними оцінками	Експертні оцінки вірогідності тих або інших результатів кожного етапу об'єднання і інтеграційної реструктуризації підприємств	Оцінка вірогідності реалізації проекту поглинання (злиття) в майбутньому. Оцінка норми дисконту нині.
4. Можливі спотворення результатів розрахунку (відхилення вартості від істинного значення, що вносяться способом обліку ризику)	1 Збільшення ризику з постійним темпом в часі незалежно від невизначеності етапів проекту. 2 Відсутність взаємозв'язку ризику і математичного очікування грошового потоку по окремих етапах. 3 Помилки через недосконалість способу врахування ризику.	1. Спотворення, що визначаються суттю методу, не вивчені. 2. Проблематичність обліку структури інвестицій в об'єднання як чинника ризику. 3. Помилки через недосконалість способу обліку ризику	1. Збільшення ризику з постійним темпом по окремих етапах проекту. 2. Помилки через недосконалість способів обліку ризику	1. Априорна оцінка усіх можливих рішень. Значні спотворення при реалізації непередбачених варіантів. 2. Проблематичність обліку структури капіталу як чинника ризику. 3. Помилки через недосконалість способів обліку ризику	1 Для «відлагоджених» схем об'єднання - найбільш адекватний метод. За інноваціями, що реалізуються, помилки пов'язані з початковою інформацією. 2 Відсутність теоретичних обґрунтувань
Проблеми використання для оцінки бізнесу об'єднаних підприємств					

Продовження таблиці В1

5. Сфера ефективного застосування	<p>1. Підприємства (бізнес одиниці) з приблизно рівними ризиками по окремих елементах грошового потоку.</p> <p>2. Підприємства з однаковою кореляцією грошових потоків по відношенню до ринкових процесів</p>	<p>1. Підприємства (бізнес одиниці) зі значеннями ризику і грошових потоків, що різко розрізняються.</p> <p>2. Наявність достовірної інформації по аналогічних угодах.</p> <p>3. Високі вимоги до експертів. Залучення професійних консультантів</p>	<p>1. Проекти з приблизно рівними ризиками по етапах.</p> <p>2. Залучення професійних консультантів</p>	<p>1. Великі проекти із складною структурою, що реалізуються в стійкому бізнесі.</p> <p>2. Високий рівень компетентності експертів</p>	<p>1. Наявність значних синергій.</p> <p>2. Синергія використання інновацій одного з підприємств.</p> <p>3. Високі вимоги до експертів. Залучення професійних консультантів</p>
6. Проблеми застосування на ринку М&А	<p>1. Обмеженість інформації по книжних «β».</p> <p>2. Нетиповий зв'язок прибутковості і ризику інвестицій.</p> <p>3. Мінливість умов ринку і вимог акціонерів до прибутковості капіталу</p>	<p>1. Необхідність додаткового методологічного опрацювання способу моделювання безризикових грошових потоків.</p> <p>2. Відсутність повної і достовірної інформації по ринку М&А</p>	<p>1. Нестійкість ринку інвестицій.</p> <p>2. Відсутність книжних «β».</p> <p>3. Високих вимоги до експертів. Залучення професійних консультантів</p>	<p>1. Правильне Розуміння результатів.</p> <p>2. Складність і трудомісткість побудови моделей.</p> <p>3. Високих вимоги до експертів. Залучення професійних консультантів.</p>	<p>1. Невідпрацьованість способів оцінки показників вартості опціонів із-за нерозвиненості ринку цінних паперів.</p>

Додаток Г

Характеристика інструментів протидії угодам злиття/поглинання

Таблиця Г1

Можливі способи протидії угодам злиття/поглинання

	Стадія процесу укладення угоди та інтеграційної реструктуризації підприємств		
	Характер заходів по боротьбі з опором інтеграційної реструктуризації	обговорення проекту поглинання інтеграційної реструктуризації. Мета - протидія обґрунтуванню доцільності злиття і реструктуризації	розробка плану. Мета - докази обґрунтування плану, усунення перешкод його реалізації
Підготовка і проведення угоди	- формування пакету повного контролю (75% і більше); - залучення професійних консультантів; - обґрунтованість злиття (поглинання) як найбільш ефективного способу зростання конкурентних переваг; - обґрунтованість передпроектної підготовки та ін.	- обґрунтованість вибору підприємства мети за системою показників ефективності; - мотивація власників і менеджменту підприємства-мети; прогноз політики конкурентів у зв'язку з інтеграцією; - ідентифікація, аналіз і управління ризиками; - висока якість аналізу варіантів проведення угоди; - висока якість проведення узгоджень і правової забезпеченості угоди та ін.	- правове забезпечення і захищеність процесу угоди; - забезпеченість процесу переходу прав власності; - аналіз і обґрунтування глибини інтеграційної реструктуризації та ін.
Нормативно-правове забезпечення процесу інтеграційної реструктуризації	- аналіз правових ризиків інтеграційної реструктуризації; - обґрунтованість емісії акцій і боргових зобов'язань; - забезпечення кваліфікованої більшості для схвалення проекту; - аналіз правових обмежень інтеграційної реструктуризації; - боротьба з "отруєними пігулками"	- управління ризиками; - обґрунтованість проведення процедури due diligence; - обґрунтованість процесу утворення (припинення) дії СД (ради директорів); - склад і права СД; - права по укладанню великих угод та ін.	- обґрунтованість кадрових призначень; - якість посадових інструкцій; - система нормативного забезпечення контролю якості роботи

<p>Організаційні дії (обґрунтованість процедур ухвалення рішень і дотримання інтересів (власників))</p>	<p>- ідентифікація, аналіз і управління ризиками інтеграційної реструктуризації; - інформування власників і менеджерів про підготовлювану інтеграційну реструктуризацію; - «золоті парашути» та ін.; - мотивація власників і менеджменту</p>	<p>- прогнозування ризиків і формування системи заходів по їх зниженню; - використання усіх способів підвищення керованості інтегрованої підприємства (викуп акцій на баланс, зміну складу і вартості активів, перетворення товариства та ін.); - використання BSC для організації роботи по реалізації плану; - формування джерел коштів на поглинання і інтеграцію та ін.</p>	<p>- своєчасні кадрові рішення; - моніторинг ризиків; - формування резерву засобів на боротьбу з протидією інтеграційної реструктуризації; - формування інформаційного забезпечення процесу інтеграційної реструктуризації; - своєчасність корекції плану та ін.</p>
<p>Економічні (протидія зниженню ефективності роботи як аргументу неспроможності інтеграційної реструктуризації)</p>	<p>- аналіз і прогнозування конкурентних переваг і фінансових показників підприємства для різних варіантів її розвитку; - аналіз і прогнозування ризиків економічної протидії; - економічна ефективність (зростання вартості) як результат інтеграційної реструктуризації</p>	<p>- формування плану управління ризиками протидії інтеграційної реструктуризації; - мотивація власників і менеджменту; - «золоті парашути»; - прогнозування стану ринку для інтегрованої структури підприємств та ін.</p>	<p>- моніторинг і оперативне управління ризиками; - регулювання структури капіталу (регулювання активів і зобов'язань) та ін.; - систематичний контроль якості роботи за планом інтеграційної реструктуризації та ін.</p>

Додаток Д

Аналітичні таблиці, використовувані при розрахунку ефекту і ефективності інтеграційної реструктуризації у форматі M&A

Таблиця Д1

Розрахунок ринкової вартості підприємства ТОВ «Придніпровський механічний завод» (ставка дисконтування - WACC Підприємства ТОВ «Придніпровський механічний завод») на 2018-2022 рр.

Показники тис. грн.	2018	2019	2020	2021	2022	TV
CF	3226,36	338,768	355,7	373,49	392,16	3167,5
PVIF, 15,5%,	0,8621	0,7432	0,6407	0,5523	0,4761	0,4761
PV	278,14	251,77	227,9	206,28	186,71	1508,08
Вартість підприємства	2658,89					
Вартість ВК по DCF	2113,34					

Таблиця Д2

Розрахунок ринкової вартості підприємства ТОВ «Придніпровський механічний завод» (ставка дисконтування - WACC ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна») на 2018-2022 рр.

Показники, тис. грн.	2018	2019	2020	2021	2022	TV
CF	3226,36	338,768	355,7	373,49	392,16	2422,2
PVIF, 019,5%	0,8333	0,6944	0,5787	0,4823	0,4019	0,4019
PV	268,85	235,24	205,84	180,13	157,61	973,48
Вартість підприємства	2021,17					
Вартість ВК по DCF	1475,67					

Таблиця Д3

Розрахунок ринкової вартості підприємства ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна» (ставка дисконтування - WACC ТОВ «Спейс системз інжиніринг Україна»), на 2018-2022 рр.

Показники, тис. грн.	2018	2019	2020	2021	2022	TV
CF	2969,35	3192,06	3431,46	3688,82	3965,48	28419,32
PVIF 19,5%	0,8333	0,6944	0,5787	0,4823	0,4019	0,4019
PV	2474,36	2216,56	1985,78	1779,12	1593,73	11421,72
Вартість підприємства	21471,29					
Вартість ВК по DCF	16153,18					

Таблиця Д4

**Розрахунок ринкової вартості ІСП без урахування синергії (по варіанту
WACC Підприємства ТОВ «Придніпровський механічний завод» = 0,155)
на 2018-2022 рр.**

Показники, тис. грн.	2018	2019	2020	2021	2022	TV
CF	3291,99	3530,83	3787,17	4062,31	4357,65	31586,82
PVIF, 19,5%	0,8333	0,6944	0,5787	0,4823	0,4019	0,4019
PV	2743,22	2451,8	2191,63	1959,25	1751340,98	12694,74
Вартість підприємства	23792					
Прямий рахунок PV	24129,55					
Вартість ВК по DCF	17929,02					

Таблиця Д5

**Розрахунок ринкової вартості ІСП без урахування синергії (по варіанту
WACC Підприємства ТОВ «Придніпровський механічний завод» = 0,195)
на 2018-2022 рр.**

Показники, тис. грн.	2018	2019	2020	2021	2022	TV
CF	3291,99	3530,83	3787,17	4062,31	4357,65	30841,53
PVIF, 19,5%	0,8333	0,6944	0,5787	0,4823	0,4019	0,4019
PV	2743,22	2451,8	2191,63	1959,25	1751,34	12395,21
Вартість підприємства	23492,47					
Прямий рахунок PV	23491,83					
Вартість ВК по DCF	17629,48					

Таблиця Д6

**Розрахунок єдиного операційного грошового потоку ІСП з урахуванням
синергії (темп зростання - 8%) на 2018-2022 рр.**

Показники, тис. грн.	2018	2019	2020	2021	2022
Виручка	14598,08568	15765,932	17027,208	18389,3838	19860,5344
Повна собівартість	10653,45696	11505,734	12426,192	13420,2876	14493,9106
Податкові платежі	895,36968	966,9992	1044,3592	1127,90794	1218,14056
Амортизація	902,50956	974,7104	1052,6872	1136,90212	1227,8543
Чистий прибуток	2412,5148	2605,516	2813,958	3039,0738	3282,1998
CF	3315,02436	3580,226	3866,644	4175,976	4510,054

Розрахунок ринкової вартості ІСП (з урахуванням синергії) на 2018-2022 рр.

Показники	2018	2019	2020	2021	2022	TV
CF	3315,02	3580,22	3866,64	4175,97	4510,05	3315,02
PVIF, 20%	0,8333	0,6944	0,5787	0,4823	0,4019	0,4019
PV	2762,41	2486,11	2237,62	2014,07	1812,590	-
Вартість підприємства	25295,65					

Додаток Є

Список опублікованих праць за темою дисертації

Монографії

1. Македон В. В. Інноваційні підходи реструктуризації промислових підприємств: теорія, методологія, практика: монографія / В. В. Македон ; наук. ред. Салига К. С. – Запоріжжя : Видавничий дім «Гельветика», 2018. – 514 с. (29,88 д. а.)

2. Македон В. В. Принципи та організаційні складові інтеграційної політики компаній у міжнародних моделях корпоративного управління: монографія / В. В. Македон. – Дніпропетровськ : Вид-во ДУЕП, 2011. – 396 с. (23,95 д. а.)

3. Makedon V. V. Financial and real sectors of economy: convergence and prospects of development: monograph / V. V. Makedon, M. V. Korneyev. – United Kingdom, Sheffield : Science and Education Ltd. – 2013. – 174 p. (10,19 д. а.)

Особистий внесок : проведено економіко-математичне моделювання та обґрунтування стратегічного розвитку і трансформацій промислових підприємств (5,21 д. а.)

Статті в наукових фахових виданнях України

4. Македон В. В. Аналіз мотиваційних факторів здійснення інтеграцій компаній / В. В. Македон // Академічний огляд. – 2007. – №2. – С. 103–107. (Входить до міжнародних наукометричних баз даних : Polish Scholarly Bibliography (PBN), Ulrich's Periodicals Directory, Google Scholar). (0,67 д. а.)

5. Македон В. В. Корпоративний контроль як складова інтеграційних процесів компанії / В. В. Македон // Вісник ДонНУЕТ. Серія економічні науки. – №4 (36). – 2007. – С. 210–216. (0,7 д. а.)

6. Македон В. В. Сутність та особливості сучасних корпоративних злиттів і поглинань / В. В. Македон // Академічний огляд. – 2008. – №1. – С. 100–106. (Входить до міжнародних наукометричних баз даних : Polish

Scholarly Bibliography (PBN), Ulrich's Periodicals Directory, Google Scholar).
(0,65 д. а.)

7. Македон В. В. Механізми залучення фінансування для здійснення операцій злиттів та поглинань компаній / В. В. Македон // Наукові записки. Серія «Економіка». – 2009. – Випуск №12. – С. 248–256. *(Входить до міжнародних наукометричних баз даних : Index Copernicus, EBSCO Publishing, Inc., Російський індекс наукового цитування (РІНЦ), Google Scholar).* (0,67 д. а.)

8. Македон В. В. Вплив європейської моделі корпоративного управління на процеси злиттів та поглинань компаній в Україні / В. В. Македон // Науковий вісник Волинського національного університету ім. Лесі Українки. – 2009. – № 3. – С. 350–356. (0,72 д. а.)

9. Македон В. В. Роль джерел фінансування при визначенні стратегій злиття або поглинання компаній / В. В. Македон // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Збірник наукових праць. – 2010. – Вип. 30. – С. 191–199. *(Входить до міжнародної наукометричної бази даних Index Copernicus).* (0,71 д. а.)

10. Македон В. В. Досягнення синергетичного ефекту при злиттях і поглинаннях компаній / В. В. Македон // Європейський вектор економічного розвитку. Збірник наукових праць. – 2011. – Вип. 1(10). – С. 117–124. *(Входить до міжнародних наукометричних баз даних : Ulrich's Periodicals Directory, Google Scholar).* (0,7 д. а.)

11. Македон В. В. Інституційна роль злиттів та поглинань у формуванні класу ефективних власників / В. В. Македон // Вісник Чернівецького торговельно–економічного інституту. Економічні науки. – 2011. – Вип. II (42). – Ч. 2. – Т. 1. – С. 63–68. *(Входить до міжнародних наукометричних баз даних : Російський індекс наукового цитування (РІНЦ), UlrichsWeb Global Serials Directory (ProQuest), Google Scholar, Index Copernicus).* (0,69 д. а.)

12. Македон В. В. Організаційне наповнення процесів корпоративної інтеграції у формі операцій злиттів та поглинань / В. В. Македон // Бюлетень

міжнародного Нобелівського форуму. – 2011. – №1(4). – С. 247–253. (Входить до міжнародних наукометричних баз даних : *Ulrich's Periodicals Directory, Google Scholar*). (0,78 д. а.)

13. Македон В. В. Оцінка ефективності альтернативних проектів злиттів та поглинань компанії на основі прибуткового підходу / В. В. Македон // Вісник Донецького університету економіки та права. – 2011. – №1. – С. 110–114. (0,73 д. а.)

14. Македон В. В. Організація, критерії і принципи ефективних корпоративних злиттів та поглинань / В. В. Македон // Наука й економіка. Науково-теоретичний журнал Хмельницького економічного університету. – 2011. – Випуск 2 (22). – С. 68–74. (Входить до міжнародної наукометричної бази даних Російський індекс наукового цитування (РІНЦ)). (0,69 д. а.)

15. Македон В. В. Порівняльний аналіз методик і підходів до оцінки ринкової вартості компанії в ході злиття або поглинання / В. В. Македон // Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності: Збірник наукових праць. – 2011. – Т.3. – С. 217–222. (Входить до міжнародних наукометричних баз даних : *Наукова електронна бібліотека eLIBRARY.RU, Index Copernicus*) (0,75 д. а.).

16. Македон В. В. Ефективність інтеграційних процесів у міжнародному та вітчизняному корпоративному секторі / В. В. Македон // Вісник Дніпропетровського університету. Серія : Економіка. – 2011. – Т.19. – №10/1. – С. 50–56. (0,72 д. а.)

17. Македон В. В. Механізм та етапи ухвалення рішення по злиттю або поглинанню компаній / В. В. Македон // Наукові праці Національного університету харчових технологій. – 2011. – №39. – С. 71–76. (Входить до міжнародних наукометричних баз даних : *Index Copernicus, EBSCOhost, CABI Full Text, Universal Impact Factor, Google Scholar*). (0,71 д. а.)

18. Македон В. В. Порівняльний аналіз методів оцінки ефективності стратегій злиттів і поглинань компаній / В. В. Македон // Вісник Запорізького національного університету: Збірник наукових праць. Економічні науки. –

2011. – №4(12). – С. 43–48. *(Входить до міжнародної наукометричної бази даних International Innovative Journal Impact Factor (IIJIF). (0,64 д. а.)*

19. Македон В. В. Особливості розробки стратегій злиттів або поглинань компаній / В. В. Македон // Вісник національного університету «Львівська політехніка». Серія «Менеджмент та підприємництво в Україні : етапи становлення і проблеми розвитку». – 2011. – № 714. – С. 102–108. *(0,68 д. а.)*

20. Македон В. В. Ринкова вартість як критерій ефективності злиттів та поглинань промислових компаній / В. В. Македон // Регіональна бізнес-економіка та управління. – 2012. – №1(33). – С. 26–31. *(0,66 д. а.)*

21. Македон В. В. Управлінське забезпечення процесів планування та реалізації організаційних змін на машинобудівному підприємстві / В. В. Македон, І. М. Чернявська // Регіональна бізнес-економіка та управління. – 2012. – №4(36). – С. 89–96. *(0,7 д. а.)*

Особистий внесок: запропоновано організаційні складові проведення реструктуризаційних змін на підприємстві (0,35 д.а.)

22. Македон В. В. Розробка стратегії розвитку промислового підприємства / В. В. Македон // Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності: Збірник наукових праць. – 2013. – Т.1. – Випуск 1. – С. 366–370. *(Входить до міжнародних наукометричних баз даних : Наукова електронна бібліотека eLIBRARY.RU, Index Copernicus). (0,77 д. а.)*

23. Македон В. В. Аналіз і узагальнення чинників, що впливають на процес фінансування угод злиттів і поглинань, як особливого інвестиційного проекту / В. В. Македон // Науковий вісник Буковинського державного фінансово-економічного університету. Економічні науки : збірник наукових праць. – 2015. – Вип. 28. – Ч. 4. – С. 162–165. *(0,7 д. а.)*

24. Македон В. В. Упровадження методу аналізу ієрархій для визначення пріоритетності факторів ризику угод корпоративних злиттів та поглинань / В. В. Македон, В. Г. М'ячин // Вісник Одеського національного університету. Серія Економіка: – 2016. – Том 21. – Випуск 1. – С. 134–139.

(Входить до міжнародних наукометричних баз даних : Index Copernicus, Наукова електронна бібліотека eLIBRARY.RU, Google Scholar, Ulrich's Periodicals Directory, Research Bible). (0,72 д. а.)

Особистий внесок: запропоновано організаційний механізм визначення впливу ризиків на угоди злиттів та поглинань (0,34 д. а.)

25. Македон В. В. Оценка рисков корпоративных сделок слияния и поглощения методом нечётких множеств / В. В. Македон, В. Г. Мячин // Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія «Міжнародні економічні відносини та світове господарство». – 2016. – Випуск 6. – Частина 2. – С. 66–69. *(Входить до міжнародної наукометричної бази даних Index Copernicus). (0,73 д. а.)*

Особистий внесок: запропоновано концептуальний підхід до введення релевантних економічних показників інтеграційних змін на підприємстві в модель нечітких множин (0,37 д. а.)

26. Македон В. В. Методичний інструментарій реалізації проекту реструктуризації на промисловому підприємстві / В. В. Македон, К. С. Салига // Збірник наукових праць «Проблеми системного підходу в економіці». – 2017. – Випуск 4(60). – С. 105–110. *(Входить до міжнародної наукометричної бази даних Index Copernicus). (0,7 д. а.)*

Особистий внесок: запропоновано методичний підхід до організації проекту реструктуризації в середовищі промислових підприємств (0,41 д. а.)

27. Македон В. В. Організаційне забезпечення реструктуризації промислових підприємств / В. В. Македон, В. П. Валіков, В. П. Бондар // Європейський вектор економічного розвитку. – 2017. – №1 (22). – С. 45–59. *(Входить до міжнародних наукометричних баз даних : Ulrich's Periodicals Directory, Google Scholar). (0,89 д. а.)*

Особистий внесок: обґрунтовано модель взаємозв'язку причин, напрямів, концепцій і видів реструктуризації промислових підприємств (0,47 д. а.)

Статті у зарубіжних виданнях

28. Македон В. В. Выбор эффективной архитектуры финансирования корпоративных сделок слияния или поглощения / В. В. Македон, О. И. Рогач // Вестник Казахского университета экономики, финансов и международной торговли. – 2011. – №3–4. – С. 13–20. *(Входить до міжнародної наукометричної бази даних Казахська база цитування (КазБЦ). (0,81 д. а.)*

Особистий внесок: визначено джерела та умови оцінки фінансових можливостей підприємства при підготовці до злиття або поглинання (0,44 д. а.)

29. Makedon V. V. Institutional prerequisites of forming the market of mergers and acquisitions of companies in the countries of central and eastern Europe / V. V. Makedon // Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Zarządzania Ochroną Pracy w Katowicach. – 2012. – № 1(8). – P. 21–31. *(Входить до міжнародної наукометричної бази даних Index Copernicus). (0,79 д. а.)*

30. Makedon V. V. The role of the synergy in determination of the international companies mergers and acquisitions effectiveness / V. V. Makedon // Scientific enquiry in the contemporary world : theoretical basics and innovative approach. Research articles. Economics. – 2012. – Vol. 5. – P. 103–108. *(0,68 д. а.)*

31. Makedon V. V. Improving methodology of estimating value of financial sector entities dealing in mergers and acquisitions / V. V. Makedon, M. V. Korneyev // Investment Management and Financial Innovations. – 2014. – Volume 11. – Issue 1. – P. 44–55. *(Входить до міжнародної наукометричної бази даних Scopus). (1,05 д. а.)*

Особистий внесок: виявлено організаційно-економічні умови використання вартісної оцінки при злиттях та поглинаннях (0,63 д. а.)

32. Makedon V. V. The theoretical and methodological principles of activity and modeling the development of the entities of the financial and real sectors of the economy / V. V. Makedon, M. V. Korneyev // Středoevropský věstník pro vědu a výzkum. – 2014. – №8(10). – P. 5–10. *(0,72 д. а.)*

Особистий внесок: сформовано перелік факторів активізації інтеграції для суб'єктів фінансового і реального секторів економіки (0,35 д. а.)

Матеріали наукових конференцій

33. Македон В. В. Развитие системы управления предприятием через слияние или поглощение / В. В. Македон // Проблеми інформаційно-статистичного дослідження розвитку економічних систем : матеріали Всеукр. наук.-практ. конф. (м. Дніпропетровськ, 22–23 лютого 2007 р.). – Дніпропетровськ : ДНУ, 2007. – С. 96–97. (0,11 д. а.)

34. Македон В. В. Аналіз ефективності злиттів і поглинань компаній / В. В. Македон // Теорія і практика сучасної економіки : матеріали VIII Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Черкаси, 26–28 жовтня, 2007 р.). – Черкаси : ЧДТУ, 2007. – С. 525–528. (0,13 д. а.)

35. Македон В. В. Формування вартості проекту злиття або поглинання / В. В. Македон // Облік контроль і аналіз в управлінні підприємницькою діяльністю : матеріали V Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Черкаси, 16–18 квітня, 2008 р.). – Черкаси : ЧДТУ, 2008. – С. 214–216. (0,13 д. а.)

36. Македон В. В. Сучасні тенденції розвитку вітчизняного ринку злиттів та поглинань / В. В. Македон // Новітня цивілізація: проблеми становлення і трансформації : тези Міжнар. наук. конф. (м. Дніпропетровськ, 22–23 травня, 2008 р.). – Дніпропетровськ : ДУЕП, 2008. – С. 178–180. (0,14 д. а.)

37. Македон В. В. Виникнення синергетичного ефекту при злиттях або поглинаннях компаній / В. В. Македон // Науково-технічний розвиток : економіка, технології, управління : матеріали VIII Міжнар. наук.-практ. конф. студ., асп. і мол. вчен. (м. Київ, 15–18 квітня, 2009 р.). – Київ : НТУУ «КП», 2009. – С. 41–42. (0,12 д. а.)

38. Македон В. В. Пошук потенційного кандидата та попередня експертиза об'єкту злиття або поглинання / В. В. Македон // Теорія и

практика підприємницької діяльності : матеріали третьої Межд. науч.-практ. конф. учен. и спец. (г. Симферополь, 15–18 апреля, 2009 г.). – Симферополь : Таврический национальный университет им. В. И. Вернадского, 2009. – С. 244–247. *(0,13 д. а.)*

39. Македон В. В. Місце М&А серед інших зовнішньоекономічних стратегій підприємств / В. В. Македон // Формування нового світового економічного порядку : Зб. тез допов. Міжнар. наук. конф. мол. вчен. (м. Тернопіль, 14–15 травня, 2009 р.). – Тернопіль : ТНЕУ. – 2009. – С. 299–302. *(0,14 д. а.)*

40. Македон В.В. Мотиваційна функція ринку злиттів і поглинань компаній / В.В. Македон // Теорія і практика сучасної економіки: матеріали X Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Черкаси, 14–16 жовтня, 2009 р.). – Черкаси: ЧДТУ, 2009. – Т.1 – С. 65–67. *(0,12 д. а.)*

41. Македон В.В. Ефективність угод злиттів та поглинань компаній / В.В. Македон // Проблеми і перспективи розвитку підприємництва: Зб. тез матеріалів III Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Харків, 11 грудня 2009 р.). – Харків, ХНАДУ, 2009. –Т.1. – С. 102–103. *(0,11 д. а.)*

42. Македон В. В. Світовий досвід використання акціонерного капіталу в розвитку інтеграційних процесів підприємств / В. В. Македон // Теорія і практика сучасної економіки: матеріали XI Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Черкаси, 6–8 жовтня, 2010 р.). – Черкаси : ЧДТУ, 2010. – Т.2. – С. 81–83. *(0,12 д. а.)*

43. Македон В. В. Неокласичний та інституційний підходи до питання корпоративної інтеграції / В. В. Македон // Економічна інтеграція як умова підвищення добробуту у країнах СНД : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Одеса, 2011 р.). – Одеса : ОНУ ім. І. І. Мечникова, 2011. – Частина 1. – С. 51–52. *(0,11 д. а.)*

44. Македон В. В. Визначення рівня корпоративного контролю при злиттях і поглинаннях компаній / В. В. Македон // Бізнес та інновації у сучасному світі : матеріали II Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Луганськ, 11–12

квітня, 2011 р.). – Луганськ : Луганський національний університет імені Тараса Шевченка, 2011. – С. 160–163. *(0,13 д. а.)*

45. Македон В. В. Механізм злиттів та поглинань як спосіб системного розвитку компаній / В. В. Македон // Проблеми економіки підприємств в сучасних умовах : матеріали VII Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Київ, 19–21 травня, 2011 р.). – Київ : НУХТ, 2011. – С. 186–187. *(0,1 д. а.)*

46. Македон В. В. Рекомендації по розробці заходів по підвищенню ефективності трансформацій у формі злиттів та поглинань / В. В. Македон // Соціально-економічні аспекти реструктуризації регіональної економіки : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Вінниця, 1–2 грудня, 2011 р.). – Вінниця : Вінницький фінансово-економічний університет, 2011. – Т.1. – С. 160–161. *(0,11 д. а.)*

47. Makedon V. V. Mergers and acquisitions strategies: the importance of understanding organizational culture / V. V. Makedon // CIS : history, today, prospects : Conference proceedings (December 30, Sheffield, 2013). – Great Britain : publishing office SCOPE ACADEMIC HOUSE, 2013. – P. 35–38. *(0,12 д. а.)*

48. Македон В. В. Синергія як фактор ефективності злиттів і поглинань серед суб'єктів фінансового і реального секторів економіки / В. В. Македон // Менеджмент у XXI сторіччі: методологія і практика : матеріали III Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Полтава, 14–15 травня, 2015 р.). – Полтава : Вид-во «Сімон», 2015. – с. 268–270. *(0,12 д. а.)*

49. Македон В. В. Сучасні напрями інноваційного та інфраструктурного розвитку промислових підприємств / В. В. Македон // Проблеми формування та розвитку інноваційної інфраструктури: європейський вектор – нові виклики та можливості : матеріали III Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Львів, 14–16 травня, 2015 р.). – Львів : НУ «Львівська політехніка», 2015. – С. 228–229. *(0,11 д. а.)*

50. Македон В. В. Сучасні методи оцінки ефективності корпоративних злиттів та поглинань в національній економіці / В. В. Македон, В. Г. М'ячин

// Комп'ютерне моделювання та оптимізація складних систем : матеріали I Всеукр. наук.-техн. конф. (м. Дніпропетровськ, 3–5 листопада 2015 р.). – Дніпропетровськ : ДВНЗ «УДХТУ», 2015. – Ч. 2. – с. 191–193. (0,21 д. а.)

Особистий внесок: визначено провідні особливості та процеси угод злиттів та поглинань в промисловому секторі національної економіки України (0,11 д. а.)

51. Македон В. В. Методичні підходи щодо фінансової оцінки вартості підприємств при злиттях і поглинаннях / В. В. Македон // Development of social and economic systems in a global competitive environment : Conference Proceedings (Chisinau, February 29th, 2016). – Chisinau : Universitate de stat din Moldova, 2016. – P. 123–126. (0,13 д. а.)

52. Македон В. В. Визначення корпоративної стратегії компанії на етапі планування злиття або поглинання / В. В. Македон // Economic Innovative potential of socio-economic systems: the challenges of the global world : Conference Proceedings (Lisbon, June 30th, 2016). – Lisbon : Baltija Publishing, 2016. – Part II. – P. 49–51. (0,14 д. а.)

Додаток Ж

Матеріали, що підтверджують практичну значущість результатів дисертації

