

АНАЛІЗ ЗАСТОСУВАННЯ МЕТОДІВ ОЦІНКИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ПІДПРИЄМСТВ В ПРОЦЕСІ ІНТЕГРАЦІЇ**Розумна Н. В.**

Приведены результаты анализа зарубежного и отечественного опыта по вопросу экономической оценки инвестиционной привлекательности предприятий в процессе слияния или поглощения предприятий. Рассмотрены существующие в мировой практике методы оценки эффективности интеграционных процессов, выявлены их преимущества и недостатки. Разработаны рекомендации по применению рассмотренных методик в процессе интеграции предприятий, которые функционируют в современных условиях развития экономики Украины. Определена область дальнейших разработок по данной проблематике. Рассмотрены возможные направления оценки синергетического эффекта от интеграции предприятий.

Наведено результати аналізу зарубіжного і вітчизняного досвіду з питань економічної оцінки інвестиційної привабливості підприємств у процесі злиття або поглинання підприємств. Розглянуті існуючі в світовій практиці методи оцінки ефективності інтеграційних процесів, виявлені їх переваги та недоліки. Розроблені рекомендації по застосуванню розглянутих методик у процесі об'єднання, злиття або поглинання підприємств, які функціонують у сучасних умовах розвитку економіки України. Визначена сфера подальших розробок з даної проблематики. Розглянуто можливі напрямки оцінки синергетичного ефекту в процесі інтеграції підприємств.

There have been given the results of the analysis of the foreign and domestic experience on the issue of the economic evaluation of investment attractiveness of the enterprises in the process of mergers or acquisitions of enterprises. Existing in the world practice methods of evaluating the effectiveness of integration processes, identified their strengths and weaknesses have been reviewed. Recommendations on the application of the considered methods in the process of integration of the enterprises, which are functioning in modern conditions of development of economy of Ukraine have been developed. Further developments on this subject have been defined. Possible assessment synergy effects of the integration of the enterprises have been discussed.

Розумная Н. В.

канд. экон. наук, доц. ДонНТУ

rozumnayn@rambler.ru

УДК 658.114.5:334.716:622.3

Розумна Н. В.

АНАЛІЗ ЗАСТОСУВАННЯ МЕТОДІВ ОЦІНКИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ПІДПРИЄМСТВ В ПРОЦЕСІ ІНТЕГРАЦІЇ

Оцінка економічної ефективності інвестицій супроводжується визначеними складнощами: розходженням інвестиційних проектів, реалізованих на підприємствах специфічних галузей економіки; великою й різною кількістю часткових показників економічної ефективності, кожний з яких характеризує свою сферу економічної діяльності підприємства; відмінностями цілей інвестиційних проектів.

Все це ускладнює оцінку ефективності інвестиційних проектів, обумовлює необхідність коректування існуючих методичних підходів, пошук інтегрального показника.

Розробці методології оцінки ефективності інвестиційних проектів присвячений ряд робіт закордонних і вітчизняних економістів: Беня Т. Г., Глущенко І. І., Кабанова А. І., Євдокимова Ф. І., Лисякова В. П., Растяпіна А., Снісаренко Е. Б. [1–5] і ін.

Значний внесок у розвиток підходів до оцінки економічної ефективності інтеграційних процесів внесли наступні вітчизняні й закордонні вчені: Ансофф І., Владимірова І. Г., Забродський В. А., Кизим М. А., Майерс С., Рудик Н. Б., Семенова О. В., Савчук С. В., [6–14] та ін.

Метою статті є аналіз зарубіжного і вітчизняного досвіду з питань економічної оцінки інвестиційної привабливості підприємств у процесі злиття або поглинання підприємств, розробка рекомендації по їх застосуванню в сучасних українських умовах господарювання.

Пропоновані показники оцінки ефективності можна класифікувати за різними ознаками, детальніший аналіз приведений у табл. 1. Заслугує увага розділення цих показників на статичні й динамічні. Вони мають різну область застосування.

Статичні показники призначені для використання при орієнтовній оцінці ефективності інвестиційних проектів на стадії економічної експертизи й при відносно короткому інвестиційному періоді. До таких показників віднесені: сумарний і середньорічний прибуток (доход), отриманий в результаті реалізації проекту; період окупності інвестицій; рентабельність інвестиційного проекту.

Динамічні показники, засновані на дисконтуванні грошових потоків. До них відносяться:

- поточна вартість дисконтованого доходу;
- рентабельність проекту;
- ліквідність – строк окупності проекту.

Економічний ефект інвестиційного проекту при цьому розглядається як комплексний показник, обумовлений трьома складовими – науково-технічним ефектом; економічним і соціальним.

У закордонній практиці оцінка економічної ефективності інвестиційних проектів здійснюється за методикою розробленою UNIDO, частковими показниками якої є:

- чистий приведений дохід (NPV);
- індекс прибутковості проекту (PL);
- середньорічний прибуток від експлуатації проекту (AFR);
- внутрішня норма прибутковості (IRR);
- середньорічна рентабельність проекту (CAR);
- період окупності (RP);
- коефіцієнт окупності (KP).

Таблиця 1

Порівняльна характеристика основних методів оцінки інвестиційних проектів

1	Критерії оцінки	Переваги	Недоліки
1	2	3	4
1. Методи абсолютної оцінки ефективності інвестицій	<p>1. Коефіцієнт абсолютної ефективності:</p> $E_{abc} = \frac{P}{K}, \quad (1)$ <p>де P – прибуток, грош. од.; K – капітальні вкладення, грош. од.</p> <p>2. Коефіцієнт порівняльної ефективності:</p> $E_{cp} = \frac{(C_1 - C_2) \text{ или } (P_2 - P_1)}{(K_2 - K_1)} \quad (2)$ <p>де C_1, C_2, P_1, P_2 – відповідно собівартість і прибуток по двох варіантах, грош. од.; K_1, K_2 – капітальні вкладення по двох варіантах, грош. од.;</p> <p>3. Строк окупності проекту:</p> $T_{ок} = \frac{K}{P} \text{ или } \frac{1}{E} \quad (3)$	<p>1. Простота й доступність.</p> <p>2. Швидкість розрахунків.</p> <p>3. Можливість зв'язку з даними бухгалтерського обліку.</p>	<p>1. Не враховує фактор часу.</p> <p>2. Відсутній порівняльний аналіз проектних і фактичних даних.</p> <p>3. Не розглядається вплив факторів ризику на проект.</p> <p>4. Не враховуються темпи інфляції.</p>
2. Методи порівняльної оцінки ефективності інвестицій	<p>1. Розраховуються приведені витрати по можливих варіантах:</p> $Z = C_i + E_n \cdot K_i \rightarrow \min, \quad (4)$ <p>де E_n – нормативний коефіцієнт ефективності капітальних вкладень, частки од.</p> <p>2. Також порівнюється й строк окупності по проектах.</p>	<p>1. Результат залежить від раціональності проектних рішень.</p> <p>2. Надійний показник технічного розвитку виробництва.</p> <p>3. Вірогідність і доступність вихідних даних.</p> <p>4. Відсутня необхідність у прогнозуванні поточних витрат, цін, терміну дії проекту.</p>	<p>1. Не враховує різницю цінності грошей у часі.</p> <p>2. Не розглядається вплив факторів ризику на проект; темпів інфляції.</p> <p>3. Не враховує грошові надходження після закінчення строку окупності проекту.</p> <p>4. Ігнорує амортизацію як джерело коштів.</p>
3. Методи дисконтування грошових потоків	<p>1. Чиста приведена вартість (NPV):</p> $NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k_t)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+k_t)^{t-1}}, \quad (5)$ <p>де n – останній рік життєвого циклу проекту; CF_t – чистий грошовий потік від проекту в t-м році, грош. од.; I_t – грошові інвестиції в проект в t-му році, грош. од.; k_t – ставка дисконту витрат і доходів в t-м році, частки од.</p> <p>2. Індекс рентабельності інвестицій:</p> $PI = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k_t)^t} / \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+k_t)^{t-1}}, \quad (6)$ <p>Проект вважається доцільним, якщо $PI > 1$.</p>	<p>1. Можливість приведення до сучасної вартості, як капіталу, так і зворотних грошових потоків.</p> <p>2. Враховує фактори часу, інфляції й ризику.</p>	<p>1. Висока складність розрахунків.</p> <p>2. Низька вірогідність результатів.</p>

Продовження таблиці 1

1	2	3	4
<p>3. Методи дисконтування грошових потоків</p>	<p>3. Внутрішня норма рентабельності проекту:</p> $\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+IRR)^t} \Big/ \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+IRR)^{t-1}} = 0, \quad (7)$ <p>де IRR – внутрішня норма рентабельності проекту:</p> $IRR = \frac{NPV}{I_E} \times 100, \quad (8)$ <p>де I_E – сума одноразових інвестиційних витрат на реалізацію інвестиційного проекту, грош. од. Також IRR може розраховуватися методом хорди:</p> $IRR = k_t + \frac{NPV_1(k_2 - k_1)}{NPV_1 - NPV_2}, \quad (9)$ <p>де k_1 – ставка дисконту, при якій $NPV > 0$; k_2 – ставка дисконту при якій $NPV < 0$; NPV_1 – значення чистої поточної вартості при k_1; NPV_2 – значення чистої поточної вартості при k_2.</p> <p>4. Дисконтований строк окупності проекту:</p> $T_{ок}^{\partial} = \frac{I_E}{\sum_{t=1}^n \frac{NPV_t}{(1+k_t)^n} \times t}, \quad (10)$ <p>5. Еквівалент ануїтету:</p> $EA = \frac{NPV}{A_{n,k}}, \quad (11)$ <p>де $A_{n,k}$ – стандартна сучасна вартість ануїтету 1 грн за n років при ставці дисконту k.</p>	<p>3. Ураховує амортизацію при формуванні грошового потоку.</p>	<p>3. Виникають складності, пов'язані з точністю прогнозування.</p> <p>4. Дисконтуються номінальні, а не реальні грошові потоки.</p>

Однак, на думку ряду вчених цей підхід для оцінки інвестиційних проектів не є досконалим. Так, проф. Бень Т. Г. [1] вважає, що ефективність інвестиційних проектів варто оцінювати на основі критеріїв, орієнтованих на довгострокову перспективу. В якості такого критерію рекомендується модифікована норма внутрішньої рентабельності.

А. Растяпін і І. Бубенко вважають, що пропонувані UNIDO часткові показники ефективності інвестиційних проектів мають наступні недоліки: деякі з них у визначеній мірі дублюють один одного, інші являються результативними ознаками якихось загальних схованих факторів, окремі зв'язані один з одним множинними кореляційними залежностями [5]. Автори рекомендують для оцінки ефективності інвестиційних проектів інтегральний показник, обумовлений як сума часткових показників ефективності з урахуванням їх значимості, розрахованої методом головних компонентів.

На обмежену можливість використання часткових критеріїв ефективності інвестиційних проектів технічного переозброєння діючих промислових підприємств вказується в роботах [3; 4]. Автори стверджують, що розраховані характеристики оцінки економічної ефективності інвестиційних проектів несумісні з реальними госпрозрахунковими показниками підприємств.

Що стосується додатка цих методів для оцінки економічної ефективності об'єднання підприємств, то вони дозволяють оцінити новий проект і не враховують умов функціонування діючих підприємств. При злитті підприємств мають місце ряд особливостей. Кожне підприємство як приєднуване, так і об'єднуюче характеризується своїм економічним потенціалом, асортиментом продукції, технічним рівнем виробництва, показниками конкурентоздатності продукції, положенням на ринку, забезпеченістю ресурсами й т. п.

Інтеграція підприємств змінює наступні основні характеристики виробництва:

- 1) обсяг виробництва, отже, і обсяг реалізованої продукції;
- 2) витрати підприємства, як собівартість одиниці продукції, так і витрати управління, фонд заробітної плати;
- 3) чисельність трудящих (можливе скорочення працівників за рахунок скасування й об'єднання відділів у новому об'єднаному підприємстві);
- 4) розмір створеного й функціонуючого майна (основних виробничих фондів і нематеріальних активів);
- 5) тривалість виробничого циклу;
- 6) склад оборотних коштів і період оборотності;
- 7) структуру й ступінь зношування основних виробничих фондів;
- 8) склад функцій управління.

В американській практиці управлінського обліку рекомендації з використання показників для оцінки ефективності діяльності підприємства викладені в стандарті управлінського обліку «Вимірювання ефективності підприємства» (Statement on Management Accounting «Measuring entity performance»; SMA 4D). Стандарт пропонує використати наступні показники, на основі яких оцінюється ефективність управління компанією:

- чистий прибуток і прибуток на акцію;
- грошові потоки;
- рентабельність інвестицій;
- залишковий дохід;
- вартість компанії.

Найпоширенішим методом оцінки економічної ефективності інтеграції підприємств у світовій практиці вже багато років є «Найпростіший метод визначення економічних вигід і витрат злиття», запропонований С. Майерсом [13]. Його постулат звучить так: економічні вигоди від злиття можуть виникнути тільки за умови, що ринкова вартість корпорації виниклої в результаті злиття, вище, ніж сума ринкових вартостей корпорацій, її утворюючих.

Автор визначає економічні вигоди як різницю між ринковою вартістю корпорації, що виникла в результаті злиття, і сумою ринкових вартостей корпорацій, у випадку, якщо вони не зливаються.

Формула розрахунку економічного результату інтеграції виглядає так:

$$EPZ = \Delta B_k = V_{об} - (B_1 + B_2 + \dots + B_n), \quad (12)$$

де EPZ – економічний результат злиття, грош. од.;

ΔB_k – різниця між вартістю об'єднаних компаній і їхньою окремою вартістю до об'єднання, грош. од.;

$V_{об}$ – ринкова вартість об'єднаних підприємств, грош. од.;

B_i – ринкова вартість i -го підприємства до об'єднання, грош. од.

n – кількість підприємств, які входять в об'єднання, од.

Якщо *EP3* має позитивне значення, то це означає, що злиття несе певні економічні вигоди. Майєрс С. вказує, що оплату злиття можна здійснювати двома методами:

1. Наявними коштами;
2. Звичайними акціями.

При застосуванні методу оплати коштами витрати злиття не можна визначити відразу за допомогою узяття різниці. Ринкову вартість підприємства завжди можна розглядати із двох точок зору. По-перше, як внутрішню вартість підприємства в якості окремої економічної одиниці. По-друге, як агреговану ринкову вартість підприємства в момент проведення злиття. Вони не завжди будуть рівні, тому що на останню значний вплив робить доступна ринку інформація про проведення злиття.

Визначення витрат при оплаті злиття звичайними акціями для двох підприємств (наприклад, А і Б) пропонується розраховувати по формулі:

$$EB = (\alpha \cdot V_{AB} - V_B), \quad (13)$$

де *EB* – економічні витрати при оплаті злиття підприємств А і Б, грош. од.;

α – питома вага акцій нової корпорації, якою володіють акціонери компанії Б, част. од.;

V_{AB} – ринкова вартість об'єднаних підприємств, грош. од.;

V_B – ринкова вартість компанії Б, грош. од.

Труднощі реалізації методу Майєрсу в тому, що інтерпретація ринкових цін акцій стає вкрай складним завданням. Особливо в умовах нестабільності зовнішнього й внутрішнього середовища, інфляції, що постійно росте й т. п. Незастосовність даного методу для України також пов'язана з нерозвиненістю вітчизняного фондового ринку.

У закордонній практиці оцінки ефективності злиття підприємств застосовують як статистичні методи – метод порівняльного аналізу, так і метод дисконтування потоків коштів. Основна відмінність цих методів у тому, що порівняльний аналіз дозволяє корпорації покупцеві визначити поточну вартість злиття або поглинання, а метод дисконтування потоків коштів – ефект інтеграції у динаміці.

Порівняльний аналіз проводиться в 2 етапи:

1 етап. Аналітики підприємства-покупця відбирають інформацію про злиття або поглинання, що відбулися за останні 1,5–2 роки, які задовольняють наступним ознакам:

- придбані в цих злиттях підприємства є родинними підприємству-цілі по галузі промисловості, фінансовим показникам, якості менеджменту й подібним характеристикам;
- форма оплати злиття або поглинання збігається із планованим для даної інтеграції формою;
- залежно від характеру поглинання (дружнього або ворожого) у групу відбираються або ті, або інші.

2 етап. На основі вищевказаної системи коефіцієнтів аналітики проводять порівняльний аналіз, за підсумками якого визначають ефективність планованої угоди. Порівняльний аналіз проводиться як із уже здійсненими угодами по злиттю й поглинанню, так і усередині підприємств, що поєднуються. Граничними значеннями коефіцієнтів є найбільше й найменше значення коефіцієнта по вже існуючим у цій галузі угодам.

Закордонні вчені для визначення вартості покупки корпорації-мети розраховують наступну групу коефіцієнтів: коефіцієнт оплаченої прибутковості, коефіцієнт оплаченого потоку коштів, коефіцієнт оплаченої ЕВІТ (прибуток корпорації-мети до сплати процентних і податкових платежів), коефіцієнт оплаченої ЕВІТДА (прибуток корпорації-мети до сплати процентних і податкових платежів, нарахованого зношування й амортизації), коефіцієнт оплаченої балансової вартості, коефіцієнт оплаченої премії, коефіцієнт оплаченої відбудовної вартості, коефіцієнт ціни придбання одиниці ресурсу [11].

В Україні поки ще немає достатньої бази статистичних даних про інтеграцію підприємств. Тому неможливо провести перший і відповідно другий етапи. Відсутні й граничні значення даних коефіцієнтів для українських підприємств.

Позитивним є можливість розгляду доцільності використання окремих коефіцієнтів для визначення економічної стійкості вітчизняних підприємств, що наміряються ввійти до складу об'єднання.

Становлять інтерес і інші пропозиції для оцінки ефективності інтеграції промислових підприємств.

Наприклад, Зуденко В. В. і Денисенко М. А. пропонують для оцінки ефективності злиття невеликих нафтових компаній у вертикально-інтегровані структури застосовувати модифіковану Z – модель Альтмана [14].

Z – модель у цьому випадку має вигляд:

$$Z = 1,2 \cdot X_1 + 1,4 \cdot X_2 + 3,3 \cdot X_3 + 0,6 \cdot X_4 + 1,0 \cdot X_5, \tag{14}$$

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

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

X_3 – відношення балансового прибутку до активів;

X_4 – відношення капіталу корпорації до загального боргу;

X_5 – відношення обсягу продажів до активів підприємства.

Порівняння величини Z – моделі до й після злиття дозволяє зробити висновок про ефективність створення вертикально-інтегрованої компанії. Якщо величина Z – моделі після злиття збільшиться, то інтегрована компанія більш фінансово стабільна, чим окремі інтегруючі підприємства.

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

Савчук С. В. [12] позитивний вплив злиття підприємств розглядає в трьох сферах: у сфері мотивації, маркетингу, підвищення ефективності використання виробничої потужності й ресурсів, схематичне зображення на рис. 1.



Рис. 1. Показники ефективності злиття підприємств

Оригінальною є пропозиція автора для оцінки синергетичного ефекту, що розраховується за формулою [12]:

$$3OCE_t = SEM_t + SEK_t + SEP_t + SEMo_t + SEЦ_t + CEУ_t + CED_t, \quad (15)$$

де $3OCE_t$ – загальний синергітичний ефект (CE) у момент часу t після злиття / поглинання;

SEM_t – синергітичний ефект при досягненні оптимального обсягу виробництва й взаємодоповнення ресурсів;

SEK_t – синергітичний ефект, який досягається на ринку капіталу (різниця в сплачених відсотках за кредит і т.п.);

SEP_t – синергітичний ефект за рахунок зниження сплати податків, мит і інших платежів у держбюджет;

$SEMo_t$ – синергітичний ефект, що досягається за рахунок підвищення рівня монополізації ринку;

$SEЦ_t$ – синергітичний ефект, що досягається за рахунок централізації, виключення дублюючих функцій і економії, таким чином поточних витрат (розраховується як різниця між сумою витрат окремих внутрішньофірмових одиниць до об'єднання й витратами інтегрованої одиниці);

$CEУ_t$ – синергітичний ефект, що досягається за рахунок кращого управління й усунення неефективності процесів;

CED_t – синергітичний ефект, що досягається за рахунок диверсифікації виробництва.

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

$$CCE = \frac{\sum_{t=1}^n 3OCE}{(1 + \kappa)} - 3I, \quad (16)$$

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

$3I$ – загальні витрати на інтеграцію;

n – горизонт планування;

κ – використовувана ставка дисконту.

Запропонований підхід заслуговує на увагу, однак його реалізація викликає ряд труднощів.

По-перше, відсутні кількісні вимірники запропонованих факторів впливу на злиття.

По-друге, немає офіційної інформації про ці фактори в існуючій документації.

По-третє, не зрозуміло, як визначити чинність впливу цих факторів.

Українські вчені О. Кузьмін і Р. Шуляр [10] при оцінці витрат на злиття пропонують виходити зі зміни постійних і змінних витрат на обсяги виробництва, обумовлені інтеграцією.

– для горизонтального злиття підприємств:

$$K_{г.с.} = \frac{ВП}{Q \cdot C_k}, \quad (17)$$

– для вертикального злиття підприємств:

$$K_{в.с.} = \frac{ВП \cdot 100}{(P + H + A + 3\sigma) \times C_k}, \quad (18)$$

де $ВП$ – валовий прибуток;

Q – дохід від реалізації;

C_k – відносна вартість злиття підприємств, обчислена в грош. од.;

P – витрати на оплату праці;

H – виробничі накладні витрати;
A – адміністративні витрати;
Зб – збутові витрати.

Якщо показники, розраховані за формулами (17) і (18) після злиття будуть вище, ніж до злиття, то такий варіант інтеграції є позитивним. З декількох альтернативних варіантів інтеграції вибирається той, у якого ці показники максимальні.

У запропонованому підході не одержали втілення такі показники як економічна стабільність підприємств, інвестиційний потенціал, рівень економічної безпеки, період окупності капітальних витрат і інші. Природно, що кожний із цих показників характеризує певну сферу ефективності й ускладнює оцінку проекту. Разом з тим не один із цих показників не є таким, щоб його застосовувати як критерій.

Підсумувавши існуючі в закордонній і вітчизняній практиці методи оцінки економічної ефективності інтеграції підприємств, слід розглянути переваги й недоліки кожного з них у табл. 2.

Таблиця 2

Аналіз існуючих методичних підходів до оцінки ефективності інтеграції підприємств

№ п/п	Методичний підхід	Переваги	Недоліки
1	Найпростіший метод визначення економічних вигід і витрат злиття С. Майерсу [13]	1. Простота розрахунку економічного результату інтеграції. 2. Альтернативність визначення витрат на злиття 2 підходами.	1. Неможливість застосування в Україні через нерозвиненість фондового ринку. 2. Відсутність механізму оцінки ринкової вартості підприємств. 3. Складність інтерпретації ринкових цін акцій. 4. Не враховує темпи інфляції й фактори ризику.
2	Метод порівняльного аналізу [11]	1. Дозволяє оцінити економічну усталеність кандидатів ще до проведення інтеграції.	1. Порівняння показників ґрунтується на вторинній інформації, що тепер ще відсутня в Україні. 2. Вірогідність граничних значень коефіцієнтів.
3	Методи оцінки ефективності інвестиційних проектів [1–5]	1. Використання одночасно декількох показників. 2. Можливість прогнозування на тривалий період. 3. Облік факторів ризику й темпів інфляції.	1. Використовуються для нових проектів. 2. Не враховують можливостей і умов функціонування діючих підприємств.
4	Методичний підхід Зуденко В. В., Денисенко М. А. [14]	1. Простота й доступність, швидкість розрахунків. 2. Відсутня необхідність у прогнозуванні поточних витрат, цін, терміну дії проекту.	1. Визначає тільки фінансову стабільність підприємств. 2. Не враховує технічні й економічні показники.
5	Методичний підхід Савчука С. В. [12]	1. Намагання визначення синергетичного ефекту від злиття. 2. У розрахунках ураховується фактор часу.	1. Відсутність граничних значень показників. 2. Складність в одержанні даних. 3. Відсутні кількісні вимірники запропонованих факторів впливу на інтеграцію.
6	Методичний підхід Кузьміна О., Шуляра Р. [10]	1. Можливість визначення ефективності як для горизонтальної, так і для вертикальної інтеграції. 2. Доступність вихідних даних.	1. Запропоновані показники не є критеріями. 2. Не враховує інвестиційний і економічний потенціал підприємств. 3. Не проводиться попередня оцінка кандидатів в інтеграцію.

ВИСНОВКИ

Аналіз переваг і недоліків кожного з методичних підходів оцінки ефективності інтеграційних процесів не виключає можливості їхнього вдосконалювання. Це обумовлено декількома аспектами:

1. Застосовувані в закордонній практиці методи оцінки ефективності злиття підприємств не можуть бути використані для сучасних підприємств без певного коректування.

2. Процеси інтеграції підприємств з'явилися в Україні порівняно недавно (близько 10 років), тому вітчизняна наука ще не виробила методології оцінки інтеграції промислових підприємств.

3. Інтегрувальне підприємство відіграє роль фінансового інвестора, тому проблема складається з необхідності вирішити ряд складних організаційно-методологічних завдань.

4. Відомі методи ефективності інвестиційних проектів, засновані на застосуванні методики UNIDO, критеріальними показниками якої є розрахункові значення приведеної вартості проекту, внутрішньої норми рентабельності й строку окупності капітальних вкладень. Однак при інтеграції сучасних підприємств виникає необхідність обліку впливу на економічну ефективність проекту ряду випадкових внутрішніх і зовнішніх факторів, кількість і ширина варіювання яких має значну невизначеність інформації. Все це обумовлює необхідність пошуку нових методичних підходів до оцінки соціально-економічної ефективності як злиття, так і поглинання підприємств.

Варто віднести до методичних питань оцінки економічної ефективності злиття й поглинання сучасних промислових підприємств, які не одержали дотепер загально визнаного рішення: обґрунтування переліку економічних показників, що характеризують соціально-економічний потенціал підприємства, що дозволяють із множини альтернативних пропозицій вибрати методом ранжирування, найкращий для застосування управлінського рішення; розробку системи оцінок економічної ефективності інтеграції промислових підприємств в умовах нечіткої інформації про фактори, що мають вплив на проведення інтеграції.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Бень Т. Г. Методи визначення економічної ефективності інвестицій: порівняльний аналіз / Т. Г. Бень // *Економіка України*. – 2005. – № 6. – С. 41–46.
2. Глуценко И. И. Оценка эффективности системы управления инновационными проектами / И. И. Глуценко // *Менеджмент в России и за рубежом*. – 2006. – № 3. – С. 53–60.
3. Євдокимов Ф. І. Оцінка техніко-технологічного потенціалу високотехнологічного підприємства / Ф. І. Євдокимов, В. П. Лисяков // *Економіка промисловості*. – 2005. – № 3. – С. 17–21.
4. Кабанов А. О систематизации методических подходов к оценке экономической эффективности инноваций в промышленном производстве / А. Кабанов, В. Нейнбург, Ю. Драчук // *Экономика Украины*. – 2005. – № 9 (518). – С. 70–75.
5. Растяпин А. Интегральный показатель экономической эффективности инвестиционных проектов / А. Растяпин, И. Бубенко // *Экономика Украины*. – 2002. – № 8. – С. 81–84.
6. Снисаренко Е. Б. Анализ методов расчета экономической эффективности инновационных проектов с учетом фактора времени / Е. Б. Снисаренко // *Економіка, фінанси, право*. – 2004. – № 11. – С. 6–11.
7. Ансофф И. Новая корпоративная стратегия / И. Ансофф // СПб Питер, 2004. – 322 с.
8. Владимиров И. Г. Организационные формы интеграции компаний / И. Г. Владимиров // *Менеджмент в России и за рубежом*. – 2009 г. – № 6. – С. 113–129.
9. Забродский В. А. Развитие крупномасштабных экономико-правовых систем / В. А. Забродский, Н. А. Кизим. – Х., Бизнес-Информ. – 2000. – 70 с.
10. Кузьмін О. Економічні проблеми злиття підприємств / О. Кузьмін, Р. Шуляр // *Економіка України*. – 2003. – № 12. – С. 26–33.
11. Рудык Н. Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н. Б. Рудык, Е. В. Семенова. – М. : Финансы и статистика, 2000. – 456 с.
12. Савчук С. В. Анализ результатов слияний и поглощений зарубежных компаний, причины неудач и способы уменьшения риска сidelок / С. В. Савчук // *Менеджмент в России и за рубежом*. 2003. – №1. – С. 27–41.
13. Myers Stewart «Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information Investors Do Not Have» // *Journal of Financial Economics*. – New York, 2009. – Vol 13, №2. – P. 187–221.
14. Зуденко В. В. О разработке методики экспресс-анализа эффективности формирования вертикально интегрированных финансово-промышленных структур / В. В. Зуденко, М. А. Денисенко // *Менеджмент в России и за рубежом*. – 2010. – № 3. – С. 106–110.