

Одеса, 2003. – С. 393–399. 4. Петрович Й.М. Організаційний потенціал господарських систем та його використання // Вісник НУ “Львівська політехніка” “Проблеми економіки та управління”. – 2001. – № 425. – С. 3–7. 5. Портер М. Конкуренція: Учеб. пособие. / Пер. с англ. – М., 2001. 6. Подсолонко Е.А. Реструктуризация региональной экономики (системный подход): Научн. изд. – К., 2003. 7. Сарапіна О.А. Організаційно-економічний механізм підвищення ефективності функціонування і розвитку туристично-рекреаційних підприємств. Автореф. ... канд. екон. наук. – К., 2005. – 20 с. 8. Соколенко С.І. Глобалізація і економіка України. – К., 1999. 9. Стеченко Д.М., Скоробагатко С.В., Охрименко А.Г. Особливості створення туристично привабливого регіону (на прикладі Подільського району) // Турист.-краєзн. дослідж. – Вип. 2. – К., 1999.

УДК: 334

М.Б. Найчук-Хрущ

Національний університет “Львівська політехніка”

ОЦІНЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПРИВАБЛИВОСТІ ПОТЕНЦІЙНИХ ДОЧІРНИХ ПІДПРИЄМСТВ У ПРОЦЕСІ ХОЛДИНГУВАННЯ

© Найчук-Хрущ М.Б., 2006

Описано напрями комплексного аналізу створення та функціонування холдингових структур. Вперше запропоновано модель процесу холдингування, описано та розкрито сутність його основних етапів. Також запропоновано метод оцінювання інвестиційної привабливості потенційних дочірніх підприємств шляхом розрахунку інтегрального показника на основі фінансових коефіцієнтів і подальшого ранжування на його основі потенційних дочірніх підприємств.

The ways of holding companies complex analysis are described in the article. Also the model of getting controlling interest and phases of this process are elucidated in the material. The author opens the main point of subsidiaries investment concernment estimation. Also the coefficient method of such estimation is offered in the material. The possibility of ranging is the main positive characteristic of chosen method.

Постановка проблеми. Створення холдингових структур набуває все більшого поширення в нашій державі, зростають темпи входження іноземних холдингових структур на вітчизняні ринки, придбання ними контрольних пакетів акцій українських підприємств, простежується поширення процесів глобалізації на мікрорівні – рівні підприємств. Проте умови перехідної економіки, підвищення темпів запровадження ринкових механізмів управління підприємствами вимагають нових – ринкових – підходів у створенні та функціонуванні холдингових структур. Проблеми, що виникають під час придбання контрольних пакетів акцій одних підприємств іншими, залучення перших до холдингових структур та ефективного співфункціонування в межах такого об’єднання і надалі залишаються актуальними для більшості підприємств холдингового типу. Недосконалість фондового ринку, відсутність усталеної практики створення холдингових структур шляхом викупу контрольних пакетів акцій (як показує практика, переважає досвід створення холдингових структур на базі колишніх виробничих комплексів та об’єднань) обумовлюють необхідність вивчення та вдосконалення цих процесів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблеми створення холдингових структур, які і розглядатиме ця робота, набули широкого вивчення у працях вітчизняних та зарубіжних авторів. Зокрема, питання щодо формування холдингових структур досліджуються такими фахівцями, як: Г. Уманців, Ю. Прилипко, Г.О. Доленко, В.А. Заславський, О.О. Тимашов, С. Росс, Р. Вестерфілд,

А. Горбунов, І. Пивоваров та ін. Питання привабливості підприємств та доцільності інвестування у них коштів теж широко висвітлюються в зарубіжній та вітчизняній літературі. Проте вважаємо, що питання, які стосуються реалізації самого процесу придбання контрольних пакетів акцій інших підприємств з метою залучення їх у холдингову структуру та управління ними, недостатньо досліджені у літературі. Автор вважає за необхідне, опираючись на праці зазначених фахівців, докладніше дослідити процес холдингування (процес придбання контрольних пакетів акцій дочірніх підприємств з метою включення їх у холдингову структуру та реалізації функцій управління щодо них [1, с. 64] як такий, ефективність якого визначає ефективність функціонування холдингової структури загалом.

Формулювання цілей статті. Метою цієї роботи є опис та розкриття сутності холдингування, побудова моделі цього процесу та детальний опис його етапів. Також автор ставить за мету визначити чинники, що впливають на вибір потенційних дочірніх підприємств в ході оцінювання їхньої інвестиційної привабливості для холдингу.

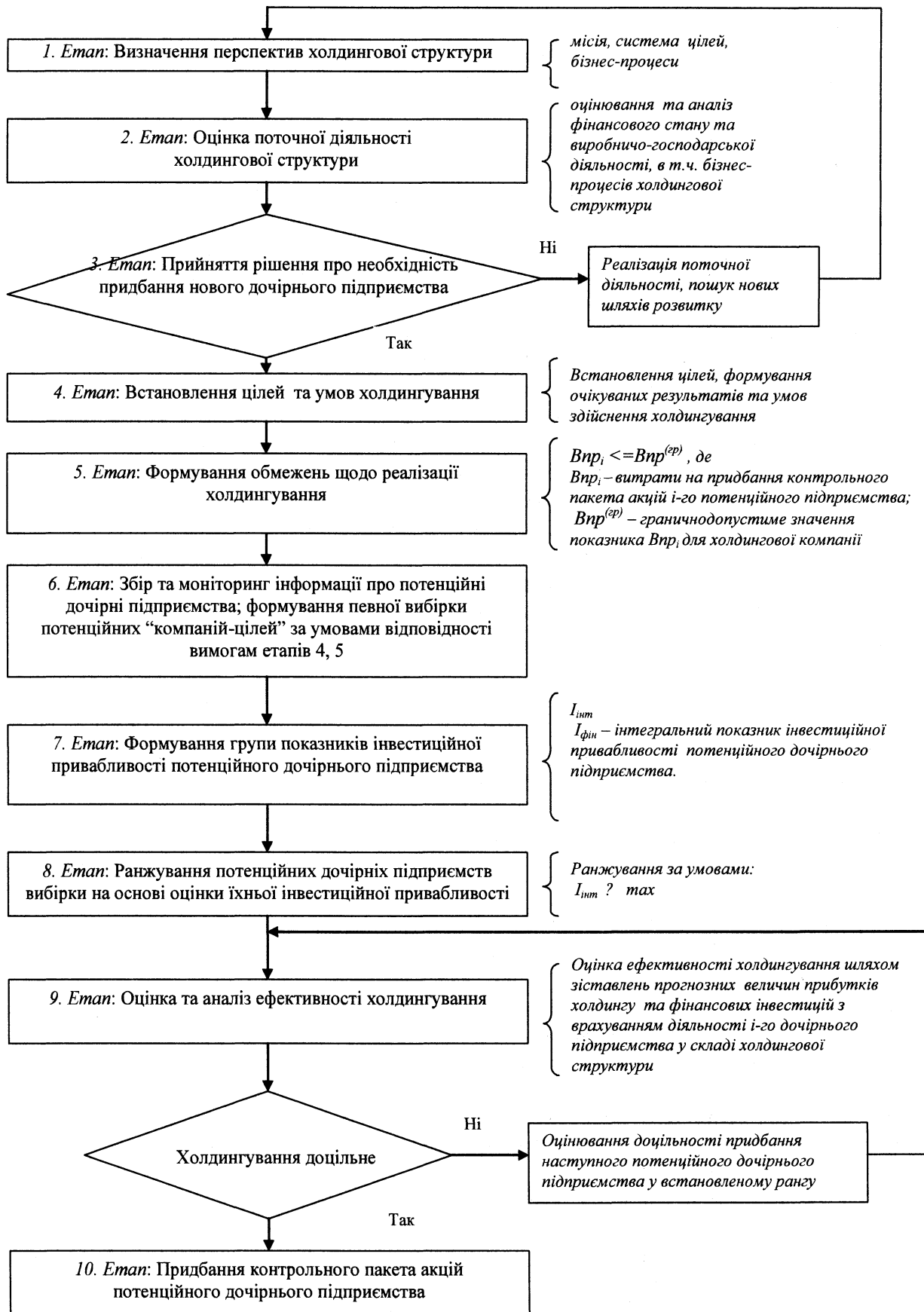
Виклад основного матеріалу. Холдингові структури є надзвичайно динамічними об'єднаннями, що проявляється у можливій постійній зміні інвестиційного портфеля материнської компанії, придбанні нових дочірніх підприємств, продажу контрольних пакетів акцій вже існуючих, розширенні діяльності, економічному зростанні тощо. Оскільки сутність принципу холдингування полягає у придбанні контрольних пакетів акцій дочірніх підприємств з метою подальшого управління останніми, то, очевидно, що цей процес є вирішальним в ході виробничо-господарської діяльності холдингової компанії та холдингової структури загалом, визначає основні особливості функціонування об'єднання. Ефективний аналіз холдингової структури може бути здійснений на базі комплексного підходу, який поєднує оцінювання цілей структури, ретроспективний аналіз її діяльності, прогнозування її розвитку [2, с. 214]. У зв'язку з цим доцільно використовувати такі напрямки комплексного аналізу:

1. Аналіз та оцінювання потенційних дочірніх підприємств з метою здійснення відповідних фінансових вкладень.
2. Аналіз загального стану холдингової структури.
3. Прогнозний аналіз розвитку холдингової структури.

Оскільки, як зазначалось, метою функціонування холдингових компаній є придбання контрольних пакетів акцій інших підприємств з ціллю управління ними [1], на особливу увагу заслуговує перший напрямок комплексного аналізу діяльності холдингових структур. Цей етап реалізується під час формування холдингової структури або чергового придбання нового дочірнього підприємства (розширення холдингової структури). Саме тому, на нашу думку, аналіз та оцінювання потенційних дочірніх підприємств передбачає наявність двох етапів: 1) аналіз та оцінювання інвестиційної привабливості потенційного дочірнього підприємства та 2) оцінювання доцільності придбання контрольного пакета акцій цього підприємства.

Аналіз літературних джерел [3–6] дає підстави стверджувати, що під інвестиційною привабливістю об'єкта розуміють певну сукупність умов та чинників, які здійснюють вирішальний вплив на прийняття рішення щодо інвестування коштів у даний об'єкт. Так, в роботі під оцінкою інвестиційної привабливості потенційних дочірніх підприємств розумітимемо виявлення та оцінювання тих характеристик підприємства, наявність яких є необхідною для здійснення процесу холдингування, реалізації мети материнської компанії та досягнення поставлених нею цілей. Зауважимо, що ці характеристики можуть змінюватись залежно від цілей холдингування, виду холдингової структури, впливу інших чинників, таких як чинники зовнішнього середовища. Проте особливістю холдингових відносин є управління шляхом застосування фінансових механізмів, тому оцінювання фінансових показників стану потенційних дочірніх підприємств, на нашу думку, матиме особливе значення.

На основі вивчення та аналізу літературних джерел [1–3, 6–8] та викладеного матеріалу нами вперше розроблено модель процесу холдингування (рисунок). Він передбачає послідовне виконання десяти взаємопов'язаних етапів, завданнями яких є пошук, оцінка та оптимальний вибір потенційного дочірнього підприємства з подальшим придбанням його контрольного пакета акцій.



Модель процесу холдингування

З метою вивчення особливостей здійснення процесу холдингування розглянемо запропоновану модель докладніше.

Етап 1. Визначення перспектив холдингової структури: місія, система цілей, бізнес-процеси. Цей етап необхідно здійснювати не лише під час створення холдингової структури, але й на кожному етапі її розширення та під час здійснення діяльності. Етап передбачає постійне звернення до місії холдингової структури, оцінювання діяльності на відповідність їй, встановлення та оцінювання цілей, бізнес-процесів. Під місією розуміють основну загальну мету організації, яка визначає чітко окреслену причину та необхідність її існування [8]. На наш погляд, цікавою є думка деяких авторів про те, що вплив місії здійснюється за двома напрямками: внутрішнім та зовнішнім [9]. Внутрішній напрямок фокусує увагу на працівниках підприємства, його ресурсах. Тут увагу потрібно приділяти донесенню розуміння таких категорій, як місія, цілі, завдання, їх взаємоузгодженість працівникам структури, зокрема працівникам різних дочірніх підприємств для налагодження безперебійної роботи та дотримання принципів інтегрованості та системності. Зовнішній напрямок сфокусований на суб'єктах зовнішнього середовища. Зазначимо, що частково зовнішнім середовищем для материнської компанії є дочірні підприємства. Проте, на нашу думку, їх доцільніше виділяти у певне проміжне мезо-середовище, що підкреслить незалежність таких одиниць, що входять у холдингову структуру як дочірні підприємства та холдинг, та водночас вказуватиме на інтегрованість усього об'єднання. Щодо холдингової структури, то її зовнішнє середовище утворюють такі відомі чинники як: споживачі, постачальники, конкуренти тощо.

Етап 2. Оцінка поточної діяльності холдингової структури. Цей етап передбачає вивчення та оцінювання поточного стану, аналіз виробничо-господарської діяльності холдингової структури на предмет необхідності та можливостей придбання контрольного пакета акцій іншого підприємства. Проводиться аналіз стану та діяльності як материнської, так і дочірніх компаній. Оцінюються бізнес-процеси холдингової структури. Здійснюється аналіз внутрішнього середовища, визначаються сильні та слабкі сторони компаній-елементів структури. Зазначимо, що оцінювання бізнес-процесів дочірніх підприємств є важливим завданням холдингової компанії, на основі якого компанія може здійснювати додаткове фінансування, перерозподіл прибутків, визначати необхідність подальшого утримання дочірньої компанії у складі холдингової структури, приймати рішення про придбання нових дочірніх підприємств.

Етап 3. Прийняття рішення про необхідність холдингування. На цьому етапі на основі результатів оцінювання та аналізу поточної діяльності холдингової структури керівництво холдингової компанії приймає рішення щодо необхідності додаткового холдингування, тобто придбання нового дочірнього підприємства. Прийняття такого рішення повинно ґрунтуватись на вивченні ситуації, аналізі необхідної інформації, виборі оптимального варіанта рішення тощо.

Етап 4. Встановлення цілей та умов холдингування. Цей етап є особливо важливим у процесі холдингування, його ефективність визначає ефективність усього процесу. На цьому етапі холдингова компанія на основі двох попередніх етапів встановлює цілі холдингування, прогнозує результати та формує очікувані показники цього процесу холдингування. Так, загальними очікуваннями можуть бути: встановлення контролю за цінами у галузі чи певному сегменті ринку, необхідність усунення конкурента, доступ до нової необхідної технології, розширення обсягів випуску продукції, збільшення прибутків холдингової компанії, створення замкнутого технологічного ланцюга, вихід на новий ринок чи збільшення власної частки на існуючому, ріст вартості окремих компаній чи структури загалом тощо.

Шляхом анкетування керівників львівських підприємств холдингового типу встановлено, що найбільш визначальними чинниками придбання нових дочірніх підприємств, а отже, і очікуваними результатами є: 1) збільшення прибутку материнської компанії; 2) розширення виробництва; 3) збільшення частки на ринку. До менш значних віднесено: 1) доступ до нових ринків збуту; 2) зниження рівня конкуренції; 3) зменшення податкового тиску тощо.

Окрім загальновизначених очікуваних результатів, необхідно встановити певні планові показники холдингування. Враховуючи цілі холдингової компанії, ними можуть бути конкретні, попередньо розраховані показники збільшення прибутку, рентабельності, приросту виробництва чи

збуту продукції, збільшення груп покупців тощо. В результаті синтезу власних прогнозувань та очікувань на цьому етапі необхідно сформуванати характеристики (критерії, чинники) потенційного дочірнього підприємства.

На основі вивчення та аналізу літературних джерел [2, 6, 7] та проведеного опитування, нами визначено основні чинники, що впливають на вибір дочірнього підприємства для придбання контрольного пакета акцій холдинговою компанією. До них, на нашу думку, належать:

1. Відповідність місії та цілям холдингової компанії.
2. Величина контрольного пакета акцій.
3. Ціна придбання контрольного пакета акцій.
4. Співвідношення ринкової ціни та внутрішньої вартості акцій вибраного підприємства.
5. Фінансові показники діяльності вибраного підприємства.
6. Частка ринку вибраного підприємства.
7. Прибутковість вибраного підприємства.
8. Кількість та характеристика власників у частці меншості вибраного підприємства тощо.

Очевидним є те, що чинники та їхня кількість змінюватимуться залежно від місії холдингу та цілей холдингування.

Етап 5. Формування обмежень щодо реалізації холдингування. На основі здійсненого вище оцінювання та аналізу стану холдингової компанії встановлюються можливі обмеження (фінансові, часові, трудові тощо) щодо майбутнього процесу холдингування. Оскільки найбільш визначальним ресурсом під час здійснення холдингування є грошові засоби, очевидно, що обмеження насамперед будуть фінансові. Пропонуємо подати обмеження в такий спосіб:

$$Впр_i \leq Впр^{(гп)}, \quad (1)$$

де $Впр_i$ – витрати на придбання контрольного пакета акцій i -го дочірнього підприємства, грн.; $Впр^{(гп)}$ – граничнодопустиме значення показника $Впр_i$ для материнської компанії.

Показник $Впр^{(гп)}$ холдинг формує на основі здійснених оцінювання та аналізу власного фінансового стану та стану виробничо-господарської діяльності. Також до уваги беруться такі чинники, як: можливість взяття кредиту на придбання нового дочірнього підприємства, нова емісія акцій холдингової компанії та інші доступні компанії джерела залучення коштів у разі такої необхідності.

Етап 6. Збір та моніторинг інформації про потенційні дочірні підприємства; формування певної вибірки потенційних „компаній-цілей” за умовами відповідності етапам 4, 5. На цьому етапі здійснюється пошук та вибір тих підприємств, які потенційно можуть стати дочірніми підприємствами материнської компанії. Такий відбір здійснюється на основі вибору підприємств, що якнайповніше відповідають встановленим на четвертому та п'ятому етапах цілям, умовам та обмеженням. На думку фахівців, доцільно проводити також і аналіз виробничо-господарської діяльності, здійснювати всебічну комплексну оцінку відповідності цих компаній цілям холдингування. Необхідним також є оцінювання міноритарних акціонерів, тобто власників частки меншості компаній. Важливим при цьому є вивчення структури частки меншості, кількості власників, передбачення їхніх можливих дій після холдингування. Найоптимальнішим, очевидно, є варіант, коли частка меншості є “розпорошеною” серед дрібних пасивних акціонерів.

Етап 7. Формування групи показників інвестиційної привабливості потенційного дочірнього підприємства. На цьому етапі холдингова компанія формує систему показників або розробляє інтегрований показник, що уможливило оцінити інвестиційну привабливість потенційних дочірніх підприємств та здійснити їх ранжування з метою подальшого вибору найоптимальнішого варіанта для придбання контрольного пакета акцій.

Аналіз літературних джерел [2–5] та вивчення особливостей процесу холдингування дають можливість стверджувати, що оцінювання інвестиційної привабливості потенційних дочірніх підприємств доцільно здійснювати на підставі фінансових показників виробничо-господарської діяльності підприємств. Пропонуємо з цією метою використовувати загальновідомі фінансові показники та коефіцієнти, які розраховуються на основі фінансової звітності підприємств, яка є

доступною для холдингової компанії. Пропонуємо використовувати інтегральний показник комплексної оцінки інвестиційної привабливості потенційних дочірніх підприємств I_{int} :

$$I_{int} = \sum_{i=1}^N I_i \cdot W_i, \quad (2)$$

де I_i – інтегральний показник інвестиційної привабливості потенційного дочірнього підприємства за i -ю групою фінансових показників; W_i – вага (ранг) i -ї групи фінансових показників, розрахована експертним методом шляхом застосування анкетного опитування групи експертів;

$$I_i = \sqrt{\sum_{j=1}^M \left(\frac{(1 - X_j)^2}{X_{max}} \right)} \cdot R_j, \quad (3)$$

де X_j – значення j -го фінансового показника i -ї групи; $j = 1, M$ – порядковий номер фінансового показника; X_{max} – максимальне значення j -го показника; R_j – вага j -го показника в i -й групі, встановлена експертами холдингової компанії.

Зазначимо, що, на нашу думку, вага кожного (R_j) показника в певній групі фінансових показників (прибутковості, ліквідності тощо) визначається керівництвом (або відповідальними особами) материнської компанії, що обумовлюється можливістю вибору тих чи інших показників для дослідження. Вагу ж груп показників (W_i) пропонуємо виявити експертним методом, шляхом опитування експертів – керівників інституційного рівня холдингових компаній, які залучені до планування та організування процесу холдингування. Виявлені таким методом ваги допоможуть встановити пріоритетність певних коефіцієнтів під час оцінювання інвестиційної привабливості потенційних дочірніх підприємств для холдингових компаній загалом, враховуючи характеристики та особливості функціонування холдингових структур.

Етап 8. Ранжування потенційних дочірніх підприємств вибірки на основі оцінки їхньої інвестиційної привабливості. На цьому етапі материнська компанія здійснює ранжування вибраних на етапі 6 потенційних дочірніх підприємств на основі розробленої чи вибраної на етапі 7 системи показників оцінки інвестиційної привабливості. Відбувається попередній вибір i -го дочірнього підприємства – за попередньою оцінкою оптимального підприємства для процесу холдингування. Зазначимо, що на цьому етапі готується певний список потенційних дочірніх підприємств, сформований за умовами спадання оцінки інвестиційної привабливості. Тобто умовою для вибору i -го потенційного підприємства для холдингування є (3):

$$I_{int_i} \rightarrow \max, \quad (4)$$

де I_{int_i} – інтегральний показник комплексної оцінки інвестиційної привабливості i -го потенційного дочірнього підприємства.

Етап 9. Оцінка та аналіз ефективності холдингування. Цей етап є другим важливим кроком під час аналізу та оцінювання потенційних дочірніх підприємств після першого, який, нагадаємо, полягав в аналізі та оцінюванні інвестиційної привабливості потенційного дочірнього підприємства. Останній здійснювався на етапах 7, 8 показаної на рисунку моделі холдингування. Хочемо відзначити особливу важливість цього етапу для холдингу. Як зазначалось, на попередньому етапі формується список потенційних дочірніх підприємств, прорангованих за значенням оцінки інвестиційної привабливості як критерію прийняття рішення щодо холдингування. Проте ми вважаємо цей критерій недостатнім для прийняття зазначеного рішення. Ми обґрунтовуємо це тим, що він відображатиме сукупність певних характеристик потенційного дочірнього підприємства, які оптимально задовольняють встановленим меті, цілям, обмеженням та вимогам, проте не відображає результатів, зокрема, фінансових для материнської компанії. У цьому випадку необхідним є прогноз подальшого розвитку холдингової структури із потенційним дочірнім підприємством у її складі для оцінки холдингування як процесу, спрямованого на забезпечення мети та реалізації функцій, а також отримання запланованих результатів у довготривалому періоді. Оскільки придбання дочірнього підприємства є інвестицією для материнської компанії, ми прагнемо сконцентрувати свою увагу на ефективності цього процесу для холдингу у наступному після придбання періоді.

На цьому етапі необхідним є розрахунок витрат компанії в результаті холдингування (вартість придбання контрольного пакета акцій, технологічні, технічні, виробничі витрати, витрати на заробітну плату тощо) та можливих втрат (можливе послаблення позицій на іншому сегменті ринку, поява нових конкурентів, загроза виникнення внутрішньо-холдингової конкуренції тощо). Необхідним є передбачення усіх можливих змін, що виникнуть у процесі чи результаті холдингування (збільшення кількості працівників, необхідність запровадження єдиної корпоративної культури, можливий ріст управлінського персоналу, ускладнення виробничих процесів, можливі істотні технічні та технологічні розбіжності у виробничих процесах підприємств, зміну впливу зовнішніх чинників тощо). Після проведених розрахунків робиться зіставлення витрат та прибутків або очікуваних результатів холдингування, аналіз визначеної ефективності.

Наступним кроком холдингування є визначення на основі оцінювання та аналізу ефективності холдингування, що здійснювались на попередньому етапі, доцільності його здійснення. У випадку позитивного результату щодо ефективності здійснюється перехід до наступного етапу, а саме: безпосереднього придбання контрольного пакета акцій вибраного дочірнього підприємства. За умов недоцільності придбання контрольного пакета акцій цього дочірнього підприємства здійснюється повернення до етапу 8. Із вже попередньо сформованої прорангової на цьому етапі вибірки потенційних дочірніх підприємств вибирається наступне за результатами оцінювання інвестиційної привабливості підприємство та здійснюється перехід до етапу 9 для оцінювання ефективності процесу холдингування з цим дочірнім підприємством.

Етап 10. Придбання контрольного пакета акцій потенційного дочірнього підприємства. Цей етап передбачає безпосередньо вже придбання контрольного пакета акцій вибраної компанії-цілі. Процес придбання попередньо планується, вибираються методи придбання. Ними можуть бути викуп акцій в акціонерів на ринку, безпосередній викуп у керівників підприємства, викуп за готівкові кошти або в обмін на акції холдингової компанії тощо. Ці механізми, які повинні чітко плануватися та організовуватися, залежать від стосунків між холдинговою та компанією-ціллю (наприклад, наявність згоди останньої), цін на акції, характеристик власників акцій, ситуації на фондовому ринку тощо.

Висновки та перспективи подальших досліджень. Проведені дослідження дали змогу виділити холдингування як самостійний процес, що передбачає конкретні етапи, і ефективність якого обумовлює ефективність подальшого функціонування холдингової структури. Автором вперше розроблено модель холдингування, запропоновано метод оцінювання інвестиційної привабливості потенційних дочірніх підприємств, який ґрунтується на використанні фінансових показників діяльності підприємств. Автор продовжуватиме дослідження у цьому напрямку та вдосконалюватиме запропонований метод, зокрема проводитиме експертне опитування з метою визначення рангів груп фінансових коефіцієнтів. Також подальші дослідження допоможуть виявити відмінності у рангуванні груп коефіцієнтів для холдингових компаній різних галузей економіки.

1. Найчук-Хруц М.Б. Значення та особливості побудови холдингових структур / Вісник НУ "Львівська політехніка" "Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку". – № 517. – 2004. 2. Уманців Г.В. Холдингові компанії та фінансово-промислові групи у сучасній економіці. – К., 2002. 3. Доленко Г.О., Заславський В.А., Тимашов О.О. Методичні рекомендації з курсу "Основи інвестиційного менеджменту". – К., 2001. 4. Ковальова Н.Л. Проблеми підвищення інвестиційної привабливості підприємств. 5. <http://masters.donntu.edu.ua/2004/fem/bragina/lib/art5.htm>. 6. Бандурин А.В., Чуб Б.А. Инвестиционная стратегия корпорации на региональном уровне. – М., 1998. 7. Шиткина И.С. Холдинги. Правовой и управленческий аспекты. – М., 2003. 8. Пивоваров И.С. Стратегический менеджмент. – СПб., 1994. 9. Кузьмін О.Є., Мельник О.Г. Основи менеджменту: Підручник. – К., 2003. 10. Передало Х.С. Проблеми впровадження місії підприємства: маркетинговий аспект: Тези доповідей V Міжнародної науково-практичної конференції "Маркетинг та логістика в системі менеджменту". – Львів: Вид-во НУ "Львівська політехніка", 2004. – 396 с.