

УДК 658.012.32

Гуцалюк О.М.

ЕКОНОМІЧНЕ ОБҐРУНТУВАННЯ ПРОЦЕСУ УТВОРЕННЯ КОРПОРАТИВНИХ ІНТЕГРАЦІЙНИХ ОБ'ЄДНАНЬ

Узагальнено підходи до економічної оцінки результатів утворення корпоративних інтеграційних об'єднань. Визначено умови та обмеження щодо економічного обґрунтування проведення процесу утворення корпоративних інтеграційних об'єднань. Розглянуто економічні умови та обмеження щодо вибору стратегічних партнерів при утворенні корпоративного інтеграційного об'єднання.

Ключові слова: акціонерне товариство, інтеграція, оцінка діяльності, корпоративне інтеграційне об'єднання, ефект синергії.

Постановка проблеми. Стратегічне планування інтеграційних процесів є однією з найважливіших складових системи управління розвитком акціонерних товариств (АТ). Важливість та необхідність формування стратегії інтеграції акціонерного товариства обумовлює існування високих вимог до планування інтеграційних процесів, економічного обґрунтування процесу утворення корпоративних інтеграційних об'єднань (КІО), що має повною мірою відображати складність умов зовнішнього і внутрішнього середовищ підприємства та інтеграційних аспектів його діяльності.

Недостатнє охоплення всіх стратегічних аспектів реалізації інтеграційної стратегії АТ може викликати втрату ключових клієнтів та співробітників, неконтрольовані витрати і, в результаті, призвести до зниження вартості АТ та припинити процес інтеграції акціонерних товариств. Також важливим етапом складання програми розвитку акціонерного товариства є формування такої моделі прогнозування і оцінки наслідків участі АТ у інтеграційному співробітництві, яка відображала б головні особливості інтеграції як одного з варіантів подальшого розвитку АТ.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблеми обґрунтування теоретичних і методичних основ оцінки та обґрунтування корпоративних інтеграційних процесів розглядалися у роботах багатьох вітчизняних і зарубіжних вчених-економістів, таких, як І. Алексєєв [1], І. Ансофф [2], Б. Гарретт [3], П. Дюссож [3], Ю. Іванов [4], М. Кизим [5], А. Кнелл [12], М. Колісник [1], О. Кузьмін [6], А. Мороз [1], А. Пилипенко [5, 7], О. Попов [8], К. Фінкельштейн [11], І. Храброва [9], О. Чіркова [10], Р. Шуляр [6], І. Ялдін [5] та інших. Проте, окремі важливі аспекти розробки та використання методичних положень і практичних рекомендацій щодо економічного обґрунтування процесу утворення корпоративних інтеграційних об'єднань донині не знайшли повного розкриття. Зокрема,

додаткового обґрунтування вимагає теоретико-методичне забезпечення оцінки доцільності утворення корпоративних інтеграційних об'єднань, а також вибір альтернатив їх розвитку.

Формулювання цілей статті. Метою дослідження у роботі є розробка методичних підходів щодо економічного обґрунтування проєктів утворення корпоративних інтеграційних об'єднань.

Виклад основного матеріалу дослідження. Утворення корпоративних інтеграційних об'єднань являє собою досить складний та тривалий процес. У результаті такого утворення може бути створено КІО, яке функціонуватиме ефективно, більш стабільно та прибутково, ніж кожне з акціонерних товариств, що утворюють об'єднання, окремо. Проте, може скластися така ситуація, коли спеціалісти, що проводили оцінку майбутнього процесу інтеграції, її економічне обґрунтування, недооцінили витрати на придбання акціонерного товариства або переоцінили прибуток від такої інтеграції та невірно передбачили зростання вартості складових інтеграційного об'єднання. Результатом цього, скоріш за все, з часом стане продаж окремих складових об'єднання та повернення до первинного стану і понесення достатньо значних збитків. Тому економічне обґрунтування процесу утворення корпоративних об'єднань є дуже важливим етапом формування інтеграційної стратегії акціонерного товариства.

Крім того, маржинальні витрати на підтримку існування інтегрованої структури у порівнянні з існуванням окремих частин можуть перевищити всі вигоди від створення об'єднання. Багато в чому це обумовлено тим, що процес контролю за інтегрованою структурою є більш складним, ніж контроль над її окремими частинами.

Відмінною рисою інтеграційних процесів є також те, що не існує єдиного підходу до обґрунтування доцільності їх проведення. Найчастіше підходи, що пропонуються дослідниками, орієнтовані на певні, більш-менш типові ситуації, у рамках яких пріоритет надається урахуванню впливу окремих факторів, що визначають динаміку корпоративної інтеграції (ринкових та конкурентних [2, 3, 7], виробничо-технологічних [1, 5, 6], внутрішньокорпоративних

[8, 9, 12], фінансових [4, 10, 11] тощо), але зовсім не здатні дати ґрунтовне комплексне визначення доцільності проведення процесу утворення інтеграційних об'єднань. Проте, майже усі дослідники згодні у тому, що питанням першочергової важливості є визначення факторів, що приводять до росту продуктивності та комерційної віддачі інтеграційної структури. Також досить важливо з'ясувати, як відзначають Б. Гарретт та П. Дюссож [3, с. 73], що визначає її успіх або невдачу.

Складність здійснення процесу обґрунтування пов'язана з особливостями утворення та функціонування КІО, що створюють труднощі для вирішення цього завдання, а саме: необхідність визначення економічних вигод та витрат, розрахунок синергійного ефекту від проведення процесу інтеграції; необхідність виявлення як мотивів інтеграції, так і того, хто з учасників найбільш ймовірно отримає прибутки з такого об'єднання, а хто понесе збитки; поява під час інтеграції особливих податкових, правових, кадрових та бухгалтерських проблем; необхідність враховувати те, що не всі процеси інтеграції здійснюються на взаємовигідних та бажаних умовах; під час ворожих поглинань можуть потребуватися значно більші ресурси, ніж під час процесу інтеграції, що здійснюється на дружніх умовах; необхідність аналізувати ринок в цілому, для того, щоб передбачити відповідні дії конкурентів.

Існує велика кількість підходів до обґрунтування доцільності утворення корпоративних інтеграційних об'єднань. На думку автора, всіх їх можна об'єднати у кілька основних груп, що здійснюють обґрунтування на основі:

- 1) консолідованої оцінки балансової вартості АТ – майбутніх учасників КІО;
- 2) оцінки грошових потоків КІО у часі;
- 3) стратегічного аналізу конкурентних переваг;
- 4) прогнозування зниження трансакційних витрат;
- 5) узгодженості утворення КІО із загальнокорпоративною стратегією;
- 6) оцінки за модифікованою Z-моделлю Альтмана.

Перший із зазначених методів обґрунтування процесу утворення корпоративного інтеграційного об'єднання є прикладом ситуації, коли таке обґрунтування зводиться до мінімуму, тобто доцільність інтеграції (придбання) визначається динамікою розвитку відповідної галузі (в галузі має спостерігатися стабільне зростання) та вартість угоди (придбання активу за ціною, нижчою за його балансову вартість). Таким чином обґрунтування зводиться до оцінки ринкової вартості акціонерного товариства та перспектив її росту і привабливості галузі, у якій діє це АТ.

Проте, на думку автора, такий спосіб економічного обґрунтування процесу утворення інтеграційних об'єднань не є достатнім та охоплює тільки один аспект всієї багатогранності проведення інтеграційних процесів.

Крім того, слід враховувати, що придбання акціонерного товариства, як й другий спосіб утворення корпоративних об'єднань, являє собою інвестування коштів на тривалий період. Тому обґрунтування такого процесу має розглядатися також з точки зору оцінки грошових потоків у часі. Цей метод обґрунтування процесу утворення КІО належить до другої групи з вищезазначених.

Обґрунтування на основі використання цього методу включає до себе будь-яке збільшення доходів або зниження витрат, що обумовлене інтеграцією. Потім ці суми дисконтують та зіставляють отриманий результат з вартістю проведення інтеграції. Таким чином, вигода, що може бути отримана під час проведення об'єднання, розраховується шляхом вирахування грошових коштів, потрібних для проведення інтеграції від дисконтованого потоку грошових коштів акціонерного товариства, що інтегрується та від вигод, які будуть отримані шляхом інтеграції. Після проведення розрахунків отриманий результат оцінюється та приймається рішення щодо подальшої необхідності проведення процесу інтеграції. Якщо отриманий результат позитивний, то інтеграція з обраним акціонерним товариством доцільна, в іншому випадку слід утриматись від неї. Це положення справедливе для ситуації, коли ніякі інші фактори не здійснюють впливу на прийняття рішення, або цей вплив можна зневажити.

Отже, за таким підходом економічне обґрунтування проведення процесу утворення корпоративних інтеграційних об'єднань передбачає: прогнозування грошового потоку; визначення рівня дисконтної ставки або ціни капіталу для оцінки грошового потоку, що передбачається; оцінку реальної вартості акціонерного товариства (товариств), що приєднується до корпоративного інтеграційного об'єднання; порівняльний аналіз даних, що характеризують фінансові потоки КІО. До джерел забезпечення додаткових прибутків від корпоративної інтеграції за цим підходом слід віднести такі.

1. Ефект синергії. Для оцінки ефекту синергії використовують різницю значень різних показників до об'єднання та їх прогнозних значень після здійснення інтеграції (наприклад: рентабельність, ліквідність, чистий приведений дохід тощо).

2. Економію від усунення дублювання управлінських функцій. Під час інтеграції буде усунена певна кількість робітників, функцій яких дублюються. Економія за рахунок цього буде складатися з суми заробітних плат цих робітників та витрат на підтримку їх робочих місць (оренда, електроенергія, канцелярські товари тощо).

3. Потенційний дохід, що може бути отриманий від скорочення витрат на збут продукції. Збутова служба інтегрованої структури зазвичай є менш чисельною, ніж збутові служби окремих акціонерних товариств до об'єднання. Економія за рахунок цього складатиметься з суми

заробітних плат таких робітників, витрат на підтримку їх робочих місць (оренда, електроенергія, канцелярські товари тощо), витрат на проведення рекламних проектів та інших заходів.

4. Економію, що може бути отримана від росту масштабів виробництва та більш ефективного використання ресурсів. Таким чином, економія буде отримана за рахунок зниження собівартості продукції, а ефект, який слід оцінити, буде складати різницю між собівартістю продукції до проведення інтеграції і після її завершення.

5. Економію на податкових платежах, що отримана завдяки інтеграції. Акціонерне товариство може об'єднатися з підприємством, що має певні пільги в оподаткуванні. Така економія також буде досягнута за рахунок відповідних податків та зборів, що є постійними для усіх і після об'єднання інтегрована структура сплачуватиме суму за ці податки у два рази меншу.

6. Економію, що може бути отримана від купівлі акціонерного товариства, що виробляє певну продукцію, у порівнянні зі створенням умов для виробництва такої продукції самостійно. Ефект складатиме різницю між будівництвом виробництва «з нуля» та вартістю інтеграції з існуючим виробником.

7. Потенційний дохід, який може бути отриманий від підвищення диверсифікованості інтеграційного об'єднання.

8. Додатковий прибуток, який можливо буде отриманий від спрощення залучення кредитних ресурсів завдяки укрупненню підприємства.

9. Одержання додаткового доходу від росту котирування акцій після оприлюднення інформації про злиття.

Проте, слід відзначити, що такий підхід не у всіх випадках дає об'єктивні результати. Відповідне обґрунтування багато в чому залежить від особи, що його проводить. Так, реальні вигоди від утворення корпоративного інтеграційного об'єднання можуть бути дуже завищеними за рахунок оптимістичної оцінки майбутніх грошових потоків. З іншого боку, аналітик може не побачити реальних вигод, та інтеграція не відбудеться.

Схожого підходу до обґрунтування процесу утворення інтеграційних об'єднань дотримується І. Ансофф. Проте, ним поряд з оцінкою економічної доцільності утворення корпоративних інтеграційних об'єднань шляхом оцінки грошових потоків у часі [2, с. 250], більше уваги приділяється оцінці і синергійних ефектів від утворення таких об'єднань [2, с. 127].

Процес обґрунтування напряму розвитку акціонерного товариства І. Ансофф розглядає тільки у двох аспектах: внутрішній розвиток та купівля акціонерного товариства для інтеграції його в об'єднання.

І. Ансофф вважає, що корпоративна інтеграція доцільна у таких п'яти випадках: внутрішні обставини акціонерного товариства або нестабільність ринку потребують швидкого виходу; акціонерне товариство має можливість залучити

висококваліфікованих менеджерів; АТ так чи інакше повинно розширяти свої ділові можливості; виробництво товарів поза АТ буде дешевшим, ніж його первинне налагодження; акціонерні товариства (потенційні партнери КІО) діють у галузях зі стабільними частками ринку, що ускладнює вхід на нього нових учасників. На думку І. Ансоффа, всі «за» та «проти» вибору варіанту розвитку акціонерного товариства можна пов'язати з компонентами синергізму [2, с. 127].

Орієнтація на внутрішній розвиток без утворення корпоративних інтеграційних об'єднань доцільна, якщо має місце сильний початковий синергізм. Це справедливо навіть у випадку, якщо такий синергізм потім ослабне. Хоча в цьому випадку не завжди вдається зекономити кошти, знання та можливості акціонерного товариства, що забезпечують йому швидкий старт з низьким ступенем ризику.

Відповідно до третього підходу щодо економічного обґрунтування доцільності створення інтеграційних об'єднань, необхідно виявити, які конкурентні переваги будуть створені під час інтеграції завдяки таким заходам, як підвищення якості або споживчих характеристик товарів та послуг, комбінування стратегій діяльності акціонерних товариств, що інтегруються, запозичення корпоративної культури тощо.

Четвертий підхід припускає виникнення економії на трансакційних витратах в інтегрованій структурі у порівнянні зі взаємовідносинами акціонерних товариств без інтеграції. Проте цей підхід, на нашу думку, можна використовувати тільки в тому випадку, коли товариства, що інтегруються, планують співпрацювати в будь-якому випадку.

П'ятого підходу щодо обґрунтування процесу утворення корпоративного інтеграційного об'єднання дотримуються інші автори [10, 11]. Згідно з цим підходом, перш за все, необхідно оцінити, наскільки розглянутий процес інтеграції вписується в загальну стратегію підприємства та як органічно може увійти до плану заходів з реалізації стратегії. В найбільш загальному вигляді процес прийняття рішення щодо проведення інтеграції, згідно з цим підходом, можна розглянути з боку відповідності процесу інтеграції типовим розділам стратегічного плану підприємства.

Шостий підхід з наведених методів обґрунтування процесу утворення корпоративних інтеграційних об'єднань передбачає використання Z-моделі Альтмана. У цьому випадку розраховується Z-рахунок Альтмана для окремих акціонерних товариств та для цілого КІО. Для оцінки ефективності утворення корпоративного інтеграційного об'єднання пропонується змінити класичний вигляд Z-моделі на такий вид:

$$R^* = X_1 + X_2 + X_3 + X_4 + X_5 > 0, \quad (1)$$

де X_1 – показник загальної платоспроможності підприємства;

X_2 – рентабельність власного капіталу підприємства;

X3 – коефіцієнт капіталізації підприємства;

X4 – коефіцієнт менеджменту, зумовлений відношенням витрат на реалізацію до поточних зобов'язань підприємства;

X5 – коефіцієнт забезпеченості підприємства власними засобами.

На відміну від Z-моделей, які використовуються для завдань оцінки фінансової стійкості акціонерного товариства з урахуванням ранжування ступеня впливу кожного фінансового показника на загальну платоспроможність, у моделі, що застосовується для експрес-аналізу ефективності створення вертикально корпоративних інтеграційних об'єднань, немає необхідності вводити додаткове ранжування фінансових показників.

Порівняння величин Z-моделі до та після утворення корпоративного інтеграційного об'єднання дозволяє зробити висновок про ефективність створення вертикально інтегрованої компанії. Якщо величина Z корпоративного інтеграційного об'єднання після інтеграції зросла в порівнянні з величинами Z акціонерних товариств до такого процесу, то КІО має більшу фінансову стійкість, ніж окремі акціонерні товариства.

Використання цього методу характеризується відносною простотою розрахунків. Слід зазначити, що для експрес-аналізу ефективності створення корпоративного інтеграційного об'єднання достатньо звітів про діяльність акціонерних товариств, що оприлюднюються офіційно, і не потрібно додаткової економічної інформації, що, як правило, є суворо конфіденційною.

Методика використання цього методу полягає в наступному: визначається рейтингове число для кожного акціонерного товариства, що передбачає включення до складу корпоративного інтеграційного об'єднання для інтеграції. При цьому розраховуються фінансові показники, що входять до складу розрахункової формули. Потім рейтингові числа АТ підсумовуються. Після цього визначаються фінансові показники корпоративного інтеграційного об'єднання, що утворено в результаті інтеграції та розраховується рейтингове число. Якщо рейтингове число КІО перевищує значення сумарного рейтингового числа окремо взятих акціонерних товариств до їхньої інтеграції, то об'єднання ефективне; у іншому випадку – об'єднання є недоцільним.

Як ми бачимо, існує багато факторів, що охоплюють різні аспекти діяльності акціонерних товариств, згідно з якими можна проводити економічне обґрунтування процесу утворення корпоративних інтеграційних об'єднань. Проте, під час такого обґрунтування дуже важко враховувати їх усіх. Також слід відмітити, що багато показників, наведених вище, складно правильно

оцінити та проаналізувати. Тому, слід виділити кілька таких, що чітко характеризуватимуть всі аспекти процесу інтеграції, але не будуть занадто загромождувати його, а також виключити малоінформативні показники зі значною вірогідністю похибки.

На думку автора, найбільш доцільним є вибір варіанту економічного обґрунтування інтеграційних процесів у залежності від мети їх проведення. Проте, найбільш ефективним та універсальним є використання засобів фінансового менеджменту для прогнозування грошових потоків у часі. Важливим моментом, який слід враховувати під час використання цього методу, є правильна оцінка синергійних ефектів, що можуть виникнути у майбутньому корпоративному інтеграційному об'єднанні та відбір спеціалістів для проведення оцінки майбутніх синергій. Так, реальні вигоди від утворення корпоративного інтеграційного об'єднання можуть бути дуже завищеними за рахунок оптимістичної оцінки майбутніх грошових потоків.

Висновки і перспективи подальших досліджень. Необхідною передумовою успішного утворення корпоративного інтеграційного об'єднання є комплексне економічне обґрунтування цього процесу, що враховувало б усі важливі моменти здійснення інтеграції, такі, як: мета інтеграції, вигоди, що планується отримати від неї тощо. Підходи до обґрунтування доцільності утворення КІО можна об'єднати у кілька основних груп, що здійснюють обґрунтування на основі: балансової вартості акціонерних товариств – майбутніх учасників; оцінки грошових потоків у часі; забезпечення конкурентних переваг; узгодженості утворення КІО із загальнокорпоративною стратегією; Z-моделі Альтмана.

Найбільш доцільним при вирішенні цього завдання є вибір методу економічного обґрунтування інтеграційних процесів у залежності від мети їх проведення. Проте, найбільш ефективним та універсальним є використання засобів фінансового аналізу для прогнозування грошових потоків у часі. Важливим моментом, який слід враховувати під час використання цього методу, є також повна та всебічна оцінка синергійних ефектів, що можуть виникнути у майбутньому КІО та відбір спеціалістів для проведення оцінки майбутніх синергій.

Додаткового вивчення вимагають проблеми економіко-математичного моделювання процесів утворення диверсифікованих інтеграційних об'єднань на ґрунті комплексного використання описаних методичних підходів, які розглядатимуться у подальших наукових дослідженнях.

ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Алексеев І.В. Управление ресурсным обеспечением промышленно-финансовых групп : монография / І.В. Алексеев, М.К. Колісник, А.С. Мороз. – Львів : Видавництво національного університету «Львівська політехніка», 2007. – 132 с.
2. Ансофф И. Стратегическое управление / И. Ансофф. – М. : Экономика, 1989. – 519 с.