

УДК 336.76: 334.758

В. А. Будник,
к. е. н., доц., доцент кафедри перевезень і маркетингу, Київська державна академія
водного транспорту ім. гетьмана П. Конашевича-Сагайдачного

ВНУТРІШНІЙ РИНОК КАПІТАЛУ ЯК ДЖЕРЕЛО ПІДВИЩЕННЯ ВАРТОСТІ КОРПОРАТИВНИХ ОБ'ЄДНАНЬ ПІДПРИЄМСТВ

INTERNAL MARKET OF EQUITY IS USED FOR INCREASE THE VALUE OF CORPORATE ASSOCIATIONS OF ENTERPRISES

Внутрішній ринок капіталу корпоративних об'єднань підприємств розглянуто як систему руху довгострокових фінансових ресурсів між структурними підрозділами інтегрованих структур. Запропоновано оцінку вартості внутрішнього ринку капіталу здійснювати на основі розробленого показника інвестиційно-фінансового синергетичного ефекту, що враховує результати реалізації майбутніх інвестицій в розвиток учасників об'єднання. Здійснений розрахунок величини інвестиційно-фінансового синергетичного ефекту на прикладі підприємства-об'єднання, що складається з 3-х учасників. Виявлено, що перерозподіл фінансових ресурсів між структурними підрозділами інтегрованої структури призведе до значного приросту вартості корпоративного об'єднання підприємств у порівнянні з варіантом дезінтеграції структурних підрозділів.

Internal market of equity corporate associations examined as a long-term movement of funds between departments integrated structures. The estimation of the value of the internal market of equity perform based on the index of investment and financial synergies taking into account the results of future investments in the development of the association. Calculation of investment and financial synergies realized by the example of the company – the union that consists of 3 members. Reallocation of resources between departments integrated structure will lead to a significant increase in the value of corporate business combination compared to option disintegration of structural units.

Ключові слова: вертикально інтегровані об'єднання підприємств, внутрішній ринок капіталу, синергетичний ефект.

Key words: the vertically integrated association of enterprises, internal market of equity, effect of synergies.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Одним із пріоритетів розвитку української економіки на сучасному етапі є широкомасштабна інтеграція підприємств, що проявляється в утворенні таких форм корпоративних об'єднань, як асоціації, корпорації, концерни, консорціуми, холдинги тощо, функціонування яких дозволяє забезпечити необхідну концентрацію капіталу для фінансування проектів розвитку корпоративних структур, сформувати необхідну ресурсну базу, ефективно організувати рух довготермінових фінансових ресурсів та досягти проявів синергетичного ефекту в рамках об'єднань підприємств.

Внутрішній ринок капіталу, тобто розподіл капіталу на внутрішньокорпоративному рівні, є засобом реалізації ефектів операційного та фінансового синергізму, джерелом утворення премії за інтеграцію при визначенні вартості корпоративних об'єднань підприємств, отже, вартість, що створюється внутрішнім ринком капіталу, є однією з важливіших складових збільшення вартості інтегрованих структур.

АНАЛІЗ ДОСЛІДЖЕНЬ ПРОБЛЕМИ

Питання стратегічного фінансового управління інтегрованими об'єднаннями підприємств розглянуті

такими закордонними та вітчизняними науковцями: А. Damodaran, М. Goold, Е. Азроянц, І. Бланк, А. Горбунов, І. Гурков, Є. Новицький, І. Пивоваров, С. Савчук, Ю. Уманців, В. Шевчук та багато інших.

Функціонування внутрішнього ринку капіталу як системи руху довгострокових фінансових ресурсів між структурними підрозділами корпоративних об'єднань підприємств розглядається в наукових працях О. Williamson, J. Stein, G. Donaldson, С. Spremann тощо.

Але в більшості наукових робіт, присвячених питанням доцільності створення корпоративних об'єднань підприємств, величина ефекту синергізму внаслідок інтеграції розглядається як різниця вартості інтегрованої структури та суми вартостей всіх бізнес-одиниць, що входять до складу об'єднання. Отже, при використанні вказаного підходу до уваги приймається тільки операційний та фінансовий ефекти функціонування корпоративного об'єднання в даний період часу, без урахування результатів впровадження інвестиційних проектів розвитку учасників інтегрованої структури в майбутньому внаслідок використання внутрішнього ринку капіталу.

Таким чином, потребує подальшого розвитку вивчення проблеми розробки механізму ефективного ви-

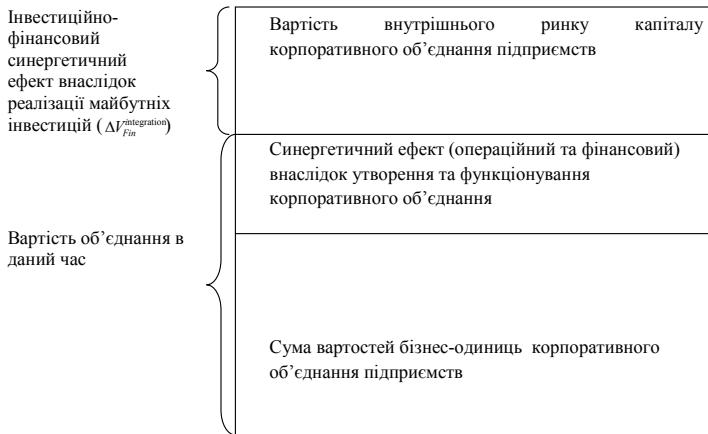


Рис. 1. Складові елементи вартості корпоративного об'єднання підприємств

користання внутрішнього ринку капіталу та визначення способів його впровадження в систему управління інтегрованими корпоративними структурами, чим і обґрунтована актуальність теми статті.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Метою статті є розробка підходів до визначення вартості внутрішнього ринку капіталу як величини інвестиційно-фінансового синергетичного ефекту утворення та функціонування корпоративних об'єднань підприємств внаслідок реалізації проектів розвитку бізнес-одиниць, що входять до складу інтегрованих корпоративних структур.

РЕЗУЛЬТАТИ

Корпоративні об'єднання підприємств — асоціації, корпорації, консорціуми, концерни, трести, холдинги тощо — це господарські організації, що утворюються у складі двох або більше підприємств із метою координації їх виробничої, наукової та іншої діяльності для вирішення спільних економічних та соціальних завдань.

Важливим чинником максимізації вартості корпоративних об'єднань підприємств є обґрунтована політика управління внутрішнім ринком капіталу на основі розробки механізму використання важелів приросту вартості багатопрофільних інтегрованих структур.

Слід відзначити такі чинники приросту вартості інтегрованих бізнес-структур внаслідок функціонування внутрішнього ринку капіталу:

- переваги корпоративних об'єднань стосовно ефективного фінансового управління активами бізнес-одиниць — структурних підрозділів (вказані переваги стосуються організації фінансування інвестиційних проектів розвитку учасників об'єднання не тільки за рахунок внутрішніх та зовнішніх коштів, а й при перерозподілі внутрішніх джерел формування інвестиційних ресурсів);

— реалізація ефекту фінансової синергії внаслідок об'єднання підприємств дозволяє отримувати додаткові обсяги фі-

нансування на зовнішньому ринку інвестицій, що є значною перевагою інтеграції в умовах дефіциту фінансових ресурсів;

— використання внутрішнього ринку капіталу сприяє зменшенню негативного впливу чинників зовнішнього середовища функціонування об'єднання підприємств (стан економіки, державна політика, ринкова кон'юнктура тощо);

— операційний синергетичний ефект полягає в зниженні собівартості виробництва продукції внаслідок використання транзакційних внутрішніх тарифів, у збільшенні завантаженості виробничих потужностей учасників об'єднання, економії витрат внаслідок використання бізнес-одиницями внутрішньо фірмових технологій та ін.

Вважаємо, що вартість корпоративних об'єднань підприємств можна представити як суму трьох складових: сумарної вартості всіх бізнес-одиниць, що входять до складу інтегрованої корпоративної структури; синергетичного ефекту внаслідок утворення об'єднання та вартості внутрішнього ринку капіталу корпоративного об'єднання підприємств, що показано на рис. 1.

Величину так званого інвестиційно-фінансового синергетичного ефекту (ІФСЕ), що враховує результати реалізації майбутніх інвестицій в розвиток учасників інтегрованих структур, можна визначити за формулою (1):

$$\Delta V_{Fin}^{integration} = \sum_{t=1}^T \sum_{i=1}^n \frac{P_{itFin} + A_{itFin}}{(1+r_i)^t} + \sum_{i=1}^n \frac{P_{iTFin} + A_{iTFin}}{r_i(1+r_i)^T} \quad (1),$$

де $\Delta V_{Fin}^{integration}$ — величину інвестиційно-фінансового синергетичного ефекту;

P_{itFin} — чистий прибуток від майбутніх інвестицій у розвиток i -го учасника об'єднання за період часу t ;

A_{itFin} — сума амортизаційних відрахувань за проектами розвитку i -го учасника, що будуть реалізовані в майбутньому, за період часу t ;

T — період прогнозованих грошових надходжень;

n — кількість учасників (бізнес-одиниць) корпоративного об'єднання підприємств;

r_i — ставка дисконтування для розрахунків за i -м учасником (середньозважена вартість капіталу з урахуванням його структури).

Таблиця 1. Розрахунок вартості ІФСЕ (1-й варіант)

Показники, тис. гр.од.	Підприємства-учасники об'єднання								
	1			2			3		
Елементи грошового потоку за роками:	P_{i0}, P_{i1Fin}	A_{i0}, A_{i1Fin}	Сума інвестицій	P_{i0}, P_{i1Fin}	A_{i0}, A_{i1Fin}	Сума інвестицій	P_{i0}, P_{i1Fin}	A_{i0}, A_{i1Fin}	Сума інвестицій
0	820	450	2500	310	180	1250	260	150	910
1	230	150	-	140	90	-	80	50	-
2	230	150	-	140	90	-	80	50	-
3	230	150	-	140	90	-	75	50	-
4	210	150	-	140	90	-	60	50	-
5	210	150	-	140	90	-	55	50	-
$r_i, \%$	12			15			12		
$\sum_{i=1}^n \frac{P_{itFin} + A_{itFin}}{(1+r_i)^t}$	1345,5			771,1			438,1		
$\frac{P_{iTFin} + A_{iTFin}}{r_i(1+r_i)^T}$	1702,6			762,4			496,6		
$\Delta V_{Fin}^{integration}$	5516,3								

Таблиця 2. Розрахунок вартості ІФСЕ (2-й варіант)

Показники, тис. гр.од.	Підприємства-учасники								
	1			2			3		
Елементи грошового потоку за роками:	P_{itFin}	A_{itFin}	Сума інвестицій	P_{itFin}	A_{itFin}	Сума інвестицій	P_{itFin}	A_{itFin}	Сума інвестицій
0	820	450	2500	310	180	1250	260	150	-
1	230	150	-	140	90	-	-	-	-
2	230	150	-	140	90	-	-	-	-
3	230	150	-	140	90	-	-	-	-
4	210	150	-	140	90	-	-	-	-
5	210	150	-	140	90	-	-	-	-
$r_i, \%$	12			20			12		
$\sum_{i=1}^n \frac{P_{itFin} + A_{itFin}}{(1+r_i)^t}$	1345,5			687,8			0		
$\frac{P_{itFin} + A_{itFin}}{r_i}$	1702,6			462,2			0		
$\Delta V_{Fin}^{integration}$	4198,1								

У формулі (1) перший доданок є сумарною дисконтованою вартістю грошових потоків внаслідок реалізації інвестиційної програми розвитку бізнес-одиниць, доданок 2 — термінальної вартістю корпоративного об'єднання підприємств за межами часового періоду з прогнозованими грошовими надходженнями.

Розрахунок величини інвестиційно-фінансового синергетичного ефекту показаний на умовному прикладі, в якому розглянуто 2 варіанти функціонування трьох підприємств:

1) У рамках корпоративного об'єднання підприємств, для якого і є характерним утворення додаткової вартості внутрішнім ринком капіталу (табл. 1);

2) В умовах дезінтеграції, тобто незалежного функціонування кожного з трьох підприємств (табл. 2).

Передбачається, що за першим варіантом розрахунків кожен з трьох учасників корпоративного об'єднання реалізує визначені проекти розвитку, при цьому в рамках об'єднання здійснюється перерозподіл інвестиційних ресурсів, що є в наявності по об'єднанню в цілому, завдяки чому забезпечується достатній обсяг джерел формування інвестиційних ресурсів об'єднання підприємств задля реалізації інвестиційної програми розвитку підприємств-учасників.

За другим варіантом учасник за номером 2 змушений використовувати кредитні джерела фінансування інвестиційних проектів розвитку, що призводить до збільшення середньозваженої вартості капіталу другого учасника (ця вартість використовується як ставка дисконтування в розрахунках за формулою (1)), а учасник за номером 3 не реалізує інвестиційні проекти через недостатність власних джерел формування інвестиційних ресурсів та недоступність зовнішніх джерел фінансування.

Результати розрахунків величини ІФСЕ свідчать, що приріст вартості корпоративного об'єднання підприємств у порівнянні з варіантом дезінтеграції структурних підрозділів буде становити:

$$5516,3 - 4198,1 = 1318,2 \text{ тис. гр. од.} \quad (2).$$

Отже, ефективний перерозподіл довгострокових фінансових ресурсів між структурними підрозділами інтегрованої структури, що розглядається в наведеному прикладі, дозволить досягти приросту вартості підприємства — об'єднання в розмірі 1 млн 318 тис. гр. од. за рахунок функціонування внутрішнього ринку капіталу.

ВИСНОВКИ

Внутрішній ринок капіталу корпоративних об'єднань підприємств — це система руху довгострокових фінансових ресурсів між структурними підрозділами інтегрованих бізнес-структур, розподіл капіталу на внутрішньо-корпоративному рівні.

Функціонування внутрішнього ринку капіталу є чинником, що сприяє збільшенню вартості інтегрованих корпоративних об'єднань підприємств. При цьому вартість інтегрованих структур можна представити як суму трьох складових: сумарної вартості всіх бізнес-одиниць,

що входять до складу інтегрованої корпоративної структури; синергетичного ефекту внаслідок утворення об'єднання та вартості внутрішнього ринку капіталу корпоративного об'єднання підприємств.

Величина інвестиційно-фінансового синергетичного ефекту (ІФСЕ), що враховує результати реалізації майбутніх інвестицій в розвиток учасників інтегрованих структур, є сумою дисконтованої вартості грошових потоків внаслідок реалізації інвестиційної програми розвитку бізнес-одиниць та термінальної вартості корпоративного об'єднання підприємств за межами часового періоду з прогнозованими грошовими надходженнями.

У роботі наведений розрахунок величини інвестиційно-фінансового синергетичного ефекту на прикладі підприємства-об'єднання, що складається з 3-х учасників. Функціонування внутрішнього ринку капіталу, перерозподіл фінансових ресурсів між структурними підрозділами інтегрованої структури призведе до приросту вартості корпоративного об'єднання підприємств в порівнянні з варіантом дезінтеграції структурних підрозділів в розмірі 1 млн 318 тис. гр. од.

Подальші дослідження проблеми розробки ефективного механізму використання внутрішнього ринку капіталу в системі управління інтегрованими корпоративними структурами повинні полягати в розробці підходів до обґрунтування перерозподілу фінансових ресурсів у рамках інтегрованих об'єднань із метою максимізації величини синергетичного ефекту внаслідок інтеграції учасників об'єднання.

Література:

- Егерев И.А. Стоимость бизнеса: Искусство управления. — М.: Дело, 2003. — 480 с.
- Новицкий Е.Г. Проблемы стратегического управления диверсифицированными корпорациями: монография. — М.: БУКВИЦА, 2001. — 163 с.
- Stein J. Internal capital markets and the competition for corporate resources / Stein J. // Journal of Finance. — 1997. — Vol 52, № 1. — P. 111—133.
- Williamson O. Corporate Control and Business Behavior: An enquiry into the Effects of Organizational Form of Enterprise Behavior. — Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall. — 1970. — 196 p.

Стаття надійшла до редакції 15.12.2012 р.