

УДК 631.145:658

JEL Classification: G 340

### РИЗИК-МЕНЕДЖМЕНТ В СИСТЕМІ УПРАВЛІННЯ ІНТЕГРАЦІЙНИМИ ПРОЦЕСАМИ В АПК

Гамма Т. М., к.е.н., доцент

Одеський національний економічний університет

**Анотація.** Автор досліджує проблематику підвищення ефективності здійснення злиття та поглинання на всіх етапах інтеграції підприємств в АПК, зокрема дана стаття присвячена розгляду питань щодо можливості поєднання принципів ризик-менеджменту (ERM), інструментарію збалансованої системи показників (BSC) та вартісно-орієнтованого управління (VBM) з метою вдосконалення системи управління ефективністю інтеграційними процесами. Предметом дослідження є економічні та управлінські відносини, що виникають у процесі інтеграції підприємств. Теоретичною та методологічною основою дослідження є фундаментальні концепції, гіпотези й результати досліджень вчених, які спеціалізуються в галузі управління ефективністю бізнесу. У рамках методології системного підходу було використано методи структурно-функціонального та емпіричного аналізу, синергетичний підхід. Автором було виділено та сформульовано низку загальних аспектів для всіх трьох систем управління, на цій основі розроблено інтегровану систему управління інтеграційними процесами; обґрунтовано метод переходу від оцінок ризику до оцінок ставки дисконтування; визначено граничний рівень ризику бізнесу, сформовано перелік чинників ризику, що визначають ризик укладання угоди, ризик інтеграції бізнесів, ризик отримання синергетичного ефекту. Розроблені теоретичні положення було апробовано на прикладі підприємств АПК та отримано позитивний результат, що доводить правильність та обґрунтованість наукової гіпотези. Подальше дослідження пов'язане з необхідністю розвитку системи управління, заснованої на поєднанні концепції управління за вартістю, інструментарію BSC і принципів комплексного ризик-менеджменту. Систему слід довести до процедури формування планових завдань окремим підрозділам, відображення в управлінському обліку, системі стимулювання.

**Ключові слова:** ризик менеджмент, збалансована системи показників, управління вартістю, інтеграційні процеси.

### RISK-MANAGEMENT AS A PART OF THE AGRIBUSINESS INTEGRATION PROCESSES MANAGEMENT

Tetyana Gamma, Ph.D in Economics, Associated Professor  
Odesa National Economic University

**Abstract.** The author investigates the problems of the mergers and acquisitions efficiency improving at all stages of the agribusiness integration, in particular the article is devoted to consideration of the possibility of combining the principles of risk management (ERM), Balanced Scorecard tool (BSC) and value-based management (VBM) aimed to improve performance management of the integration process. The subject of the research is the economic and managerial relations, resulting in the integration of enterprises. The fundamental concepts, hypotheses and research results of scientists who specialize in performance management are the theoretical and methodological basis of research. There were used methods of structural-functional analysis and empirical, synergistic approach as part of the methodology for a systematic approach. A number of general issues for all three management systems was highlighted and formulated by the author, and, on this basis, the integrated management system of integration processes was developed; the reasonable method of change-over from risk assessment to the discount rate estimates was proposed; the limit business risk was defined, the list of risk factors was formed that determine the transaction risk, the business integration risk, the synergistic effect risk. The discovered theoretical theses were approved on the example of agribusiness enterprises and there were received a positive results, which proves the correctness and validity of scientific hypotheses. Further research is related to the need of system development based on a combination of the cost management concepts, BSC tools and principles of integrated risk management. The system should be proved to the procedure targets formation of separate divisions, reflected in accounting management, stimulation system.

**Key words:** risk management, balanced scorecard, value based management, integration processes.

**Постановка проблеми.** Результати аналізу вітчизняного ринку злиття та поглинання демонструють той невтішний факт, що тільки 1 з 5 угод в сфері АПК є успішною,

коли всі суб'єкти інтеграційних процесів досягають поставленої мети та отримують позитивний результат від реалізації синергетичних ефектів [1]. Така ситуація пов'язана не тільки з політичною та економічною кризою, що останніми роками охопила країну, а й з високим ступенем динамічності, невизначеності та ризику протікання інтеграційних процесів. Моменти прийняття рішення щодо необхідності інтеграції, підписання угоди та отримання результату від її реалізації відстрочені в часі, а проектні витрати на здійснення всіх етапів інтеграційного процесу дуже високі. Увагу власників та топ-менеджерів приділено, насамперед, управлінню вартістю в процесі інтеграції. Група західних та вітчизняних економістів досліджує можливість комплексного використання даної теорії та збалансованої системи показників для вирішення різноманітних проблем, які постають перед підприємством в сучасних умовах, в тому числі з метою підвищення ефективності управління процесами злиття та поглинання. Нажаль, питання вбудовування в інструментарій управління інтеграцією принципів комплексного управління ризиками залишається поза увагою.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Результати розвитку наукової та прикладної проблематики управління ризиками відображені у науковому добутку багатьох вітчизняних і зарубіжних науковців: В.В. Вітлінського, В.М. Гранатурова, О.Л. Устенка, О.І. Ястремського, Д.А. Штефаніча, А.Т. Альгіна, Г.Б. Клейнера, І.Т. Балабанова, Є.А. Уткіна, С.М. Ілляшенка, В.В. Черкасова, Г.В. Чернової, В.В. Глуценка, М.В. Хохлова, Т.Л. Мостенської, В.А. Москвина, Н.С. Скопенко, О.С. Шапкіна, А. Мура, К. Хлардена та інших [2-8]. Їхні праці присвячені дослідженню сутності ризику, визначенню чинників та причин його виникнення, характеристиці методів оцінки та управління окремими видами ризику (виробничим, фінансовим, інноваційним, інвестиційним тощо); формулюванню сутності інтеграційних ризиків, класифікації ризиків інтеграційної взаємодії та основним підходам до визначення ризикових ситуацій на мікро-, мезо- та макрорівні.

Проблематика управління вартістю як стратегічного напрямку діяльності підприємств отримала розвиток в працях А.Г. Грязнової [9], Т. Коупленда [10], Т. Коллера [10] та Д. Мурріна [10], О.Г. Мендрула [11], В.А. Панкова [12], І.А. Єгерєва [13], К. Уолша [14], М.А. Федотової [9], Д. Янга [15], І.В. Івашковської [16]. Теоретичні та практичні засади застосування системи збалансованих показників в забезпеченні управління діяльністю суб'єкта господарювання розроблені в працях О.Е. Ніколаєвої [17], О.В. Алексєєвої [17], Р.С. Каплана [18,19], Д.П. Нортонна [18,19], А. Аткинсона [20], М. Епстейна [20] та ін.

Проблемами консолідації та адаптації системи збалансованих показників до вартісно-орієнтованого управління займалися науковці О.І. Бурлаченко [21], Л.М. Докієнко [22], О.А. Лаговська [23], Л.С. Малахова [24], О.В. Попов [25], І.О. Тарасенко [26], О. М. Сохацька [27], Г.Є. Ямненко [27] та ін. В означених роботах здійснено інтеграцію окремих, переважно фінансових, показників моделі вартісно-орієнтованого управління до системи збалансованих показників; визначено структуру взаємозв'язків консолідації доданої вартості та системи збалансованих показників, механізм її адаптації до вартісного менеджменту.

**Невирішені складові загальної проблеми.** Не применшуючи цінності та вагомості теоретичного та практичного надбання в вищезазначених напрямках теорії управління, слід зазначити, що потребують дослідження питання інтеграції принципів ризик-менеджменту, збалансованої системи показників та вартісно-орієнтованого управління до системи управління процесами злиття та поглинання в реаліях української економіки.

**Формулювання цілей статті.** Виходячи із визначення невирішеної складової проблеми підвищення ефективності реалізації інтеграційних процесів в АПК метою дослідження є розробка інтегрованої системи управління процесами злиття та поглинання підприємств за умов консолідації принципів комплексної системи управління ризиками, інструментарію збалансованої системи показників та концепції вартісно-орієнтованого управління.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Аналіз вітчизняного ринку M&A дозволив виділити три етапи організації системної діагностики, які найчастіше використовуються на українських підприємствах. Перший етап - обстеження компанії-мети групою інвесторів, яка включає економістів, юристів, інженерів, маркетологів та працівників служби безпеки. Цей варіант дає першу попередню характеристику підприємства. Другий етап полягає в детальному фінансовому аналізі бізнесів (фінансовий due diligence) фінансистами інвестора й фахівцями аудиторських фірм. Суттєве значення для забезпечення об'єктивності аналізу має вивчення відносин компанії з клієнтами, постачальниками, кредиторами та ін. Третій етап - комплексна діагностика, яка включає найбільш повний фінансовий, юридичний, операційний, технічний і екологічний аналіз.

На жаль, на всіх зазначених етапах не приділяється належної уваги діагностиці ризику. Кожен з перерахованих етапів повинен, на нашу думку, включати як центральний елемент діагностику ризиків. Тому викладемо наше бачення основних елементів комплексної діагностики ризику підприємницьких структур, стратегія яких заснована на злиттях і поглинаннях.

На стадії добору і обґрунтування мети першочергове значення має оцінка ризику здійснення угоди (юридичні обмеження, активна протидія власників компанії-мети та інші неекономічні чинники). Цей ризик можна вважати статичним (стабільним під час виконання етапу).

Аналіз економічних ризиків придбання конкретного бізнесу або активів на першому етапі угоди повинен дати відповіді на наступні питання:

- Яким є ризик достатності конкурентних переваг об'єднаної структури для збереження й збільшення обсягів виробництва об'єднаних бізнесів?

- Яким є ризик успішного злиття (поглинання) бізнесу й ефективного управління об'єднаною структурою?

- Якими є можливості поглинаючої структури компенсувати втрати в разі реалізації песимістичного сценарію інтеграції?

Підсумок діагностики ризиків на цьому етапі виражається вартістю об'єднаної структури, на основі якої визначається максимальна ціна, яку може запропонувати підприємець, тому основною метою аналізу є прогнозування грошових потоків об'єднаної структури з урахуванням складових синергії.

На стадії інтеграції головним є управління діловим ризиком, під яким розуміємо ймовірні втрати внаслідок того, що об'єднана структура може працювати не так, як планувалося на етапі укладання угоди, тобто синергетичний ефект та прибутковість інвестицій в придбання будуть нижче очікуваного. Це динамічний ризик: чинники, що визначають планові й фактичні умови інтеграції компаній, включаючи ризик підвищення прибутковості альтернативних інвестицій, змінюються в часі.

Ці чинники дозволяють визначити ризики компаній до об'єднання. Але вони, по-перше, не відповідають ризику нової компанії, що утворюється в процесі злиття (поглинання), по-друге, не пов'язані з цільовою функцією управління; по-третє, не пов'язані з факторами зростання вартості відповідно до BSC.

В [28, с. 390-392] розглядаються чотири способи об'єднання ризик-менеджменту і системи BSC:

- інтеграція показників, що характеризують ризики в збалансовану систему;
- доповнення BSC проекцією «Ризики»;
- розробка спеціальної системи з умовною назвою «Ризик BSC»;
- включення аспектів, пов'язаних з ризиками, в систему стратегічних цілей кожної проекції.

Автори приходять до висновку, який ми поділяємо, про необхідність інтеграції системи управління ризиками до BSC. Але для управління процесами злиття і поглинання ми пропонуємо варіант інтегрованої системи, яка об'єднує концептуальні засади трьох прогресивних для теперішнього часу систем. Тому питання стоїть про інтеграцію принципів ризик-менеджменту з концепціями управління за вартістю (VBM) і BSC. При цьому, говорячи про принципи ризик-менеджменту, ми орієнтуємося на комплексну систему управління ризиками (ERM), яка ще перебуває в стадії становлення, але вже ефективно використовується рядом вітчизняних і зарубіжних компаній [29].

Інтеграція інструментарію BSC, принципів управління за вартістю VBM і концепції ERM, по-перше, дозволяє управляти ризиками на всіх стадіях інтеграційних процесів, по-друге, методологічно і інструментально інтеграція є природним продовженням еволюції цих систем, заснованих на сукупності загальних принципів.

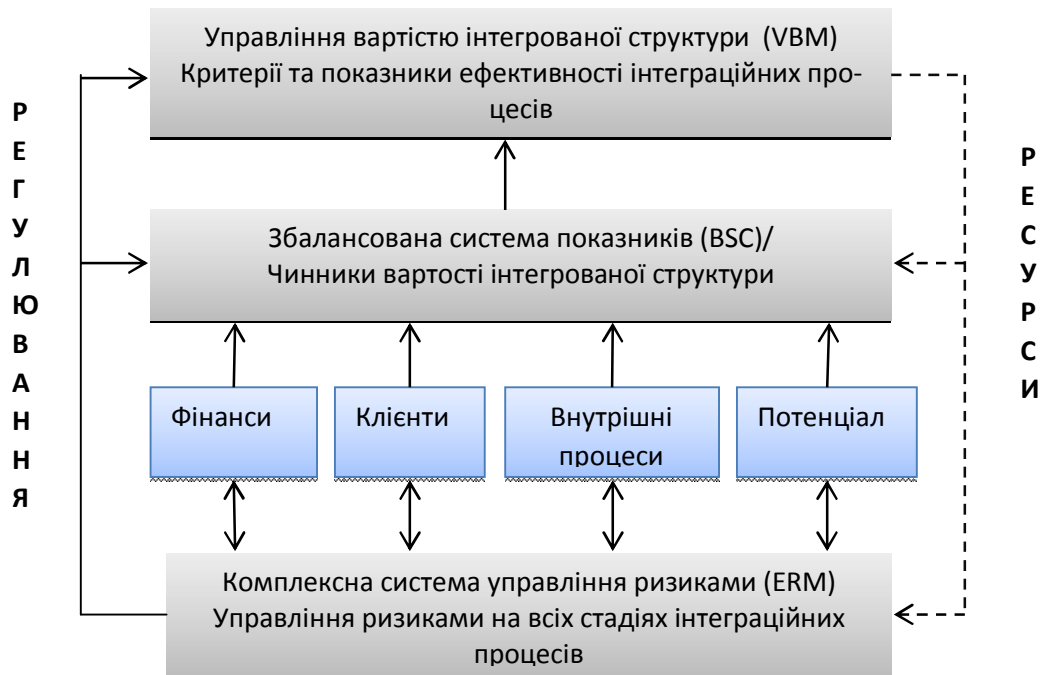
Аналіз показує наявність ряду загальних аспектів для всіх трьох систем управління:

- стратегічна орієнтація всіх інтегрованих систем, їх націленість на зростання ефективності бізнесу;
- концепція ERM повинна розглядатися як спосіб управління ризиками, які виступають чинниками управління вартістю. При цьому чинники управління вартістю є одночасно і факторами ризику: в системі (рис. 1) передбачається аналіз ризику ініціатив з використання чинників;
- використання індикаторів (вхідних показників), які характеризують цілі та результати окремих проекцій BSC, визначають ризики в системі ERM і можуть бути проміжними показниками в системі VBM;

- комплексний підхід: аналізується весь ланцюжок чинників створення вартості з орієнтацією на взаємозв'язок між бізнес-процесами та результатами, а ризики виступають не тільки як небезпеки, але й в якості прихованих можливостей підвищення ефективності;

- всі три системи орієнтовані на використання інвестицій як визначального фактора досягнення їхніх цілей.

В результаті VBM визначає стратегічні цілі інтеграційних процесів, BSC дозволяє врахувати систему показників, що впливають на досягнення мети, а концепція ERM забезпечує підвищення ймовірності досягнення цілей. Тому інтегровану систему управління ефективністю інтеграційними процесами ми представляємо як схему, зображену на рис. 1. У цій системі ERM, по-перше, є елементом всіх проєкцій BSC, по-друге, є самостійним елементом VBM.



**Рисунок 1 - Інтегрована система управління інтеграційними процесами**  
(розроблено автором).

Включення ERM в систему управління інтеграційними процесами в якості його ключового елемента посилює значущість питань ідентифікації, оцінки та врахування ризиків підприємства. Ідентифікація та структурування ризиків підприємця, що використовує інтегровану систему управління, має відповідати логіці BSC та послідовності формування об'єднаної компанії.

Таким чином, проблема оцінки ризику підприємств АПК, які здебільшого є приватними, непублічними, для обґрунтування рішень по операціях M&A зводиться до розробки інструментарію методу кумулятивного нарощення для об'єднаних структур і вдосконалення інструментарію для учасників угоди. Ми виділяємо в цьому напрямку три завдання:

- обґрунтування методу переходу від оцінок ризику до оцінок ставки дисконтування;

- визначення граничного рівня ризику бізнесу, оскільки збільшення номенклатури факторів ризику з метою підвищення достовірності оцінок може призвести до необґрунтованого зростання розрахункових ризиків для підприємця;

- формування переліку чинників ризику, що визначають ризик укладання угоди, ризик інтеграції бізнесів, ризик отримання синергетичного ефекту.

Для їх вирішення доцільно використовувати модель CAPM ( $R = R_{BF} + (R_M - R_{BF}) \times \beta$ ) з урахуванням певних особливостей, притаманних підприємствам харчової промисловості. Прибутковість власного капіталу непублічних (приватних) компаній харчової промисловості за нашими оцінками в 2005-2015 роках

змінювалася в межах від 0-93%, ринкова премія ( $R_M - R_{BF}$ ) становила 15-20%. Для безризикової прибутковості, що дорівнює 8%, вплив рівня ризику (передбачається виконання концептуального принципу CAPM: прибутковість лінійно пов'язана з коефіцієнтом бета) коефіцієнт бета повинен змінюватися в межах від -0,4 до 4,1. Поскілки ситуації  $\beta < 0$  не відповідають концепції моделі, і умови  $\beta < 1$  не типові для непублічних компаній малого і середнього бізнесу, прийmemo діапазон зміни відносного рівня ризику  $1 < \beta < 4$ . Діапазон зміни ставки дисконтування в цьому випадку складе приблизно 25-80%. Оскільки коефіцієнт бета в методі кумулятивного нарощення дисконту не враховується, то діапазон премій за ризик об'єднаної компанії складе 0 - 55%.

Виходячи з цих меж, пропонується визначити кількісні значення факторів ризику і оцінювати їх вплив на вартість.

Розроблена раніше структура ризиків управління ефективністю і методика оцінки вартості непублічних компаній, пропонують наступний склад премій в методі кумулятивного нарощення дисконту, що застосовується до оцінки вартості об'єднаної компанії на етапі обґрунтування та оформлення угоди:

- премія за розмір компанії;
- премія за фінансовий важіль;
- премія за ліквідність;
- премія за ризик, обумовлений ймовірністю відмови від виконання угоди одним з її учасників після проведення підготовчого етапу;
- премія за ризик інтеграції компаній;
- премія за ризик реалізації синергії зростання доходів і зниження витрат, визначена в три етапи. На першому етапі розрахована частка приросту грошових потоків, яка може бути отримана за умови повної реалізації очікуваного синергетичного ефекту. На другому етапі експерти визначають ймовірність реалізації синергії. На третьому етапі визначається премія за ризик реалізації синергії;
- премія за рівень стратегічних конкурентних переваг компанії, яка формулюється можливостями зростання частки об'єднаної компанії на ринку;
- премія за перспективи розвитку ринку, в якому спеціалізується об'єднана компанія;
- премія за рівень корельованості грошових потоків інтегрованих фірм. Якщо потоки корельовано слабо, то за інших рівних умов мінливість прибутку нової компанії менше, ніж кожної окремо. Зниження несистематичного ризику в цьому випадку відбувається внаслідок диверсифікації.

Розмір премій за кожний чинник визначається експертами на основі аналізу параметрів угоди M&A. З урахуванням вищевикладеного етапи проведення оцінки вартості об'єднаної компанії в запропонованій моделі можна представити у вигляді алгоритму (рис. 2)

Далі обґрунтовуються ефективність інтеграційних процесів на прикладі ПрАТ «Миронівський м'ясопереробний завод» (ММПЗ). Підприємство - результат співпраці провідного українського виробника, ПАТ «Миронівський хлібопродукт» і світового лідера у виробництві харчового обладнання для підготовки сировини, переробки та упаковки продуктів з м'яса - концерну CFS (Голландія).

Вартість бізнесу, розрахована методом дисконтування грошових потоків, на 01.01.2015 склала 30,99 млн. грн. при ставці дисконтування 18,7% (премія за ризик, визначена методом кумулятивного нарощення 12,2%, безризикова ставка 9,5%), з урахуванням довгострокових темпів зростання - 15,7%.

- Наведений раніше аналіз визначив основні ключові умови вибору компанії-мети:
- наявність сировинної бази в довгостроковій перспективі;
  - виробничі можливості забезпечення заготівлі відповідного обсягу сировини;
  - якість та економічні характеристики сировини (відповідність вимогам стандартів, прийнятний рівень витрат, транспортні витрати та ін.).

Найбільш прийнятною в цих умовах може бути компанія-ціль, розташована в Київській області. На першому етапі в якості компанії-мети для вертикальної інтеграції з ПрАТ «ММПЗ» було обрано ТОВ «Фермерський двір», яке відповідає всім зазначеним вище критеріям.

В основу визначення вартості об'єднаного бізнесу покладені розрахунки вартостей інтегрованих підприємств і синергії, розраховані за таких передумов:

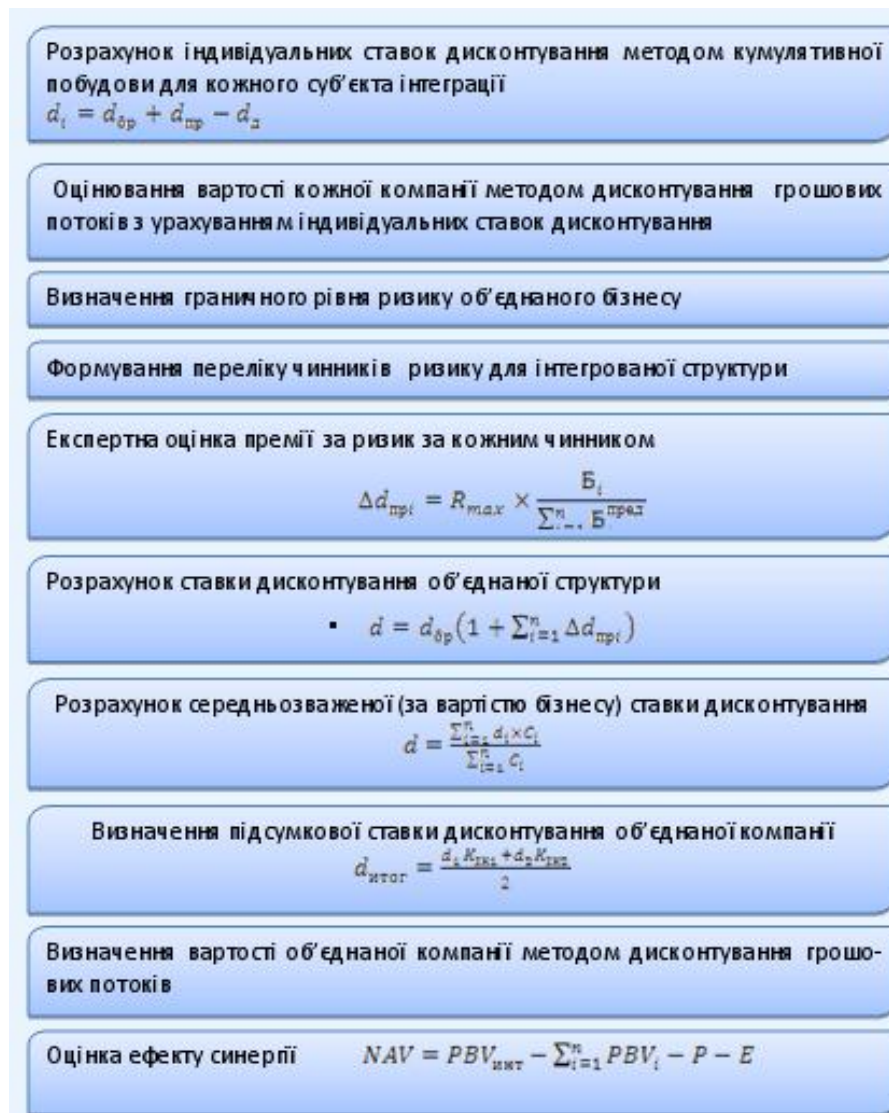


Рисунок 2 - Алгоритм визначення вартості об'єднаної компанії

1. Інтеграція проходить в рамках дружнього злиття. Організаційні та юридичні аспекти об'єднання реалізуються через створення керуючої компанії, якій будуть належати 100% акцій інтегрованих товариств.

2. Власники ПрАТ «ММПЗ» вносять до статутного капіталу керуючої компанії додаткові інвестиції у вигляді обладнання, необхідного для ефективної роботи ТОВ «Фермерський двір» в рамках інтегрованої компанії.

3. Акціонерний капітал керуючої компанії ділиться в співвідношенні 51% - власники «МХП», 49% - власники ТОВ «Фермерський двір».

4. Сторона, яка представляє ПрАТ «ММПЗ», при інтеграції виплачує стороні, яка представляє ТОВ «Фермерський двір», премію в 10 млн. грн. за право контролю над керуючою компанією. Додаткові витрати інтеграції плануються на рівні 1,5 млн. грн.

Ставка дисконтування грошових потоків об'єднаної компанії в розглянутому прикладі визначалася двома методами.

1. Метод кумулятивного нарощення. Максимальна ринкова премія прийнята експертами відповідної до середньої ставки дисконтування підприємств, що знаходяться на стадії арбітражного управління в 20013-2015 роках. Ця ставка становить для 2015 року 65-75%.

Результати оцінок, виконаних експертами в складі професійних оцінювачів бізнесу, менеджера «ММПЗ» і менеджера ТОВ «Фермерський двір» наведені нижче. Експертам було запропоновано дати якісно-кількісні оцінки значущості ризику за шкалою: низький ризик - до 5 балів; незначний ризик 5 - 10 балів; середній ризик - 11-25 балів; високий ризик - 26-50 балів; неприпустимий ризик - понад 50 балів (проект відхиляється).



ся, якщо ризик хоча б за одним чинником перевищує 50 балів). Ризики враховувалися за 9 факторами, тому максимальний ризик, що відповідає максимальній ринковій премії  $R_{max} = 75\%$ , дорівнює 450 балів. Премія за ризик за кожним фактором ( $B_i$ , балів) визначалася шляхом розподілу максимальної ринковою премії:

$$\Delta d_{pri} = R_{max} \times \frac{B_i}{\sum_{i=1}^n B_i^{пред}} \quad (1)$$

Перелік чинників ризику об'єднаної підприємницької структури, результати оцінок і аргументи експертів наведені в табл. 1.

**Таблиця 1 – Результати оцінювання ризиків інтегрованої структури**

Чинник ризику	Експертна оцінка		Примітки
	Бали	Премія, %	
Ризик розміру компанії	3	0,5	Ризик оцінено як низький внаслідок того, що розміри інтегрованої компанії перевищують дохід, активи та чисельність працівників інших компаній з виробництва м'ясної продукції
Ризик фінансового важеля	10	1,7	Зростання фінансового важеля ММПЗ внаслідок використання залучених джерел фінансування інвестицій в інтегровану компанію
Ризик ліквідності	13	2,2	Погіршення рівня ліквідності ММПЗ внаслідок використання залучених джерел фінансування інвестицій в інтегровану компанію
Ризик відмови від виконання угоди	5	0,9	Обидві компанії зацікавлені в здійсненні інтеграційних процесів
Ризик інтеграції	14	2,4	На перших етапах реалізації інтеграційних процесів синергетичний ефект може мати незначне або навіть негативне значення
Ризик реалізації синергетичного ефекту	19	3,1	Ризик реалізації синергії зростання доходів і зниження витрат доповнює ризик інтеграції урахуванням зовнішніх проблем отримання ефекту. Експерти віднесли до основних джерел ризику якість сировини, політику ММПЗ щодо умов його придбання. Це найбільш значимий чинник через нестабільність політики держави щодо підтримки сільгоспвиробників.
Ризик перспективи розвитку	3	0,5	Експерти відзначили обмежені можливості зростання частки об'єднаної компанії в стратегічному періоді при значних поточних перспективах зростання.
Ризик перспективи розвитку ринку	0	0	Пов'язано із значним дефіцитом якісної вітчизняної продукції
Ризик корельованості грошових потоків	2	0,3	Ризик низький, що пов'язано із виділенням в структурі інтегрованої компанії окремої управлінської структури

Разом, ризик об'єднаної компанії (59 балів) відповідає премії за ризик, що дорівнює 11,6%. Ставка дисконтування:  $11,6 + 6,5 = 18,1\%$

2. Визначення ставки дисконтування для об'єднаної компанії шляхом корекції ставки, визначеної як середньозважене (за вартістю бізнесу) значення ставок окремих компаній, на ефект синергії. Ставка дисконтування грошових потоків ММПЗ - 15,7%, ТОВ «Фермерський двір» - 31%; вартість бізнесу компаній відповідно 30,99 і 8,76 млн. грн. Середньозважена ставка дисконтування, що дає при простому об'єднанні грошових потоків вартість об'єднаної компанії, дорівнює простому додаванню вартостей інтегрованих компаній ( $30,99 + 8,76 = 39,75$ ), склала 21,4%. Зниження ставки на 4%, оці-

нене експертами як елемент ефекту синергії визначає її значення за другим методом 17,4%.

Отримані двома методами оцінки зважувалися відповідно до ваги 0,25 і 0,75. Підсумкова ставка дисконтування вертикально інтегрованої компанії (17,7%) використана для оцінки вартості бізнесу методом дисконтування грошових потоків.

Вартість об'єднаної структури визначена методом дисконтування грошових потоків дорівнює 61,52 млн. грн. Ефект синергії об'єднання складе

$NAV = PBV_{\text{инт}} - (PBV_{\text{ММПЗ}} + PBV_{\text{Фд}}) - P - E = 61,52 - (33,4 + 8,76) - 10 - 1,5 = 7,86$  млн. грн.

Сума ефекту і вартості бізнесу, що поглинається, дорівнює максимальній ціні, яка може бути виплачена її власникам. У цьому випадку ефект поглинаючої компанії дорівнюватиме нулю. Виконаний розрахунок, не тільки показує очікувані результати об'єднання компанії, але і визначає основні фактори ризику.

Відповідно до викладеного необхідно враховувати, по-перше, фактори ризику, відображені в складі норми дисконтування; по-друге, ефекти складових синергії також характеризують ризики.

При цьому чим більше ефект, тим вище значущість фактора і, відповідно, - рівень ризику. Розрахунки показують, що найбільший рівень ризику, пов'язаний із запланованим збільшенням виробництва курячих напівфабрикатів і зниженням цін на заготовлю сировини. Цим чинникам ризику, базою яких є зниження обмежень в сировині, має бути приділена основна увага в процесі діагностики і планування об'єднання підприємницької діяльності.

Аналізуючи питання підвищення ефективності об'єднаної компанії з позицій BSC, відзначимо, що найбільш: значимими є чинники клієнтської проєкції і проєкції внутрішніх бізнес-процесів. Перша з них пов'язана з відносинами з ПрАТ «ММПЗ» в частині його політики щодо відносин з виробниками сировини, які не входять до складу корпорації. Друга - з ефективністю використання-інвестицій у виробництві сільськогосподарської сировини.

**Висновки.** Відповідно до поставленої мети автором було виділено та сформульовано низку аспектів, які є загальними для ERM, BSC та VBM, що дозволило розробити інтегровану систему управління інтеграційними процесами, в якій VBM визначає стратегічні цілі інтеграційних процесів, BSC дозволяє врахувати систему показників, що впливають на досягнення мети, а концепція ERM забезпечує підвищення ймовірності досягнення цілей.

В рамках запропонованої моделі управління ефективністю процесами злиття та поглинання обґрунтовано метод переходу від оцінок ризику до оцінок ставки дисконтування; визначено граничний рівень ризику бізнесу, сформовано перелік чинників ризику, що визначають ризик укладання угоди, ризик інтеграції бізнесів, ризик отримання синергетичного ефекту.

Розроблені теоретичні положення було апробовано на прикладі підприємств АПК та отримано позитивний результат, що доводить правильність та обґрунтованість наукової гіпотези.

Подальше дослідження пов'язане з необхідністю розвитку системи управління, заснованої на поєднанні концепції VBM, інструментарію BSC і принципів ERM. Систему слід довести до процедури формування планових завдань окремим підрозділам, відображення в управлінському обліку, системі стимулювання.

#### Перелік посилань:

1. Здійснення угод M&A у сучасній Україні - [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.asterslaw.com/ua/news\\_media/publications/4570/](http://www.asterslaw.com/ua/news_media/publications/4570/)
2. Вітлінський В.В. Ризикологія в економіці та підприємстві: [монографія] / В.В. Вітлінський, П.І. Великоіваненко – К.: КНЕУ, 2004. – 480 с.
3. Ендовицкий Д.А. Экономический анализ слияний/поглощений компаний: [научное издание] / Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева. – М.: КНОРУС, 2010. – 446 с.
4. Ильяшенко С.Н. Совершенствование подходов к оценке риска проектов инновационного развития / С.Н. Ильяшенко // Вісник Сумського державного університету. Серія: Економіка. – 2001. – № 6–7. – С. 100–104.
5. Мостенська Т.Л. Основні підходи до визначення ризику при здійсненні інтеграції / Т.Л. Мостенська, Н.С. Скопенко // Наукові праці Національного університету харчових технологій. – К. : НУХТ. – 2012. – № 45 – С. 177-184



6. Скопенко Н. С. Формування та розвиток інтегрованих об'єднань в АПК України: [монографія] / Н. С. Скопенко. – К. : НУХТ. – 2012. – 266 с.
7. Шапкин А.С. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций / А.С. Шапкин – 2-е изд. – М: Издательско-торговая корпорация «Дашков и КО», 2004. – 544 с.
8. Энциклопедия финансового риск-менеджмента / Под ред. А.А. Лобанова и А.В. Чугунова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 878 с.
9. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 512 с.
10. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Муррин – М.: Олимп-бизнес, 1999. – 421с.
11. Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємств: [монографія]./ О.Г. Мендрул – К.: КНЕУ, 2002. – 272 с.
12. Панков В.А. Управление стоимостью наукоемкого машиностроительного предприятия: теория и практика. / В.А. Панков – К.: Наук. думка, 2003. – 186с.
13. Егерев И.А. Стоимость бизнеса: Искусство управления: Учеб. пособие./ И.А. Егерев – М.: Дело, 2003. – 315с.
14. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать и контролировать данные, определяющие стоимость компании : пер. с англ. / К. Уолш. – М. : Изд-во Дело, 2000. – 342с.
15. Young S. David, O'Byrne F Stephen. VA and Value Based Management: A Practical Guide to Implementation, Published by McGraw-Hill Professional, 2000. – P. 493
16. Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту/ И.В. Ивашковская// Российский журнал менеджмента. – 2004. – № 4. – С. 113-132.
17. Николаева О.Е. Стратегический управленческий учет. / О.Е. Николаева, О.В. Алексеева – М.: Едиториал УРСС, 2003. – 304 с.
18. Kaplan R.S., Norton D.P. The Balanced Scorecard: measures that drive performance // Harvard Business Review, January/February, 1992. – P. 71-79
19. Kaplan R.S., Norton D.P. The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action // Harvard Business School Press. – 1996. – P. 323
20. Atkinson A., Epstein M. Measure for measure: Realizing the power of the balanced scorecard // CMA Management. – September 2000. – P. 24.
21. Бурлаченко Ю. В. Збалансована система показників як інструмент управління підприємством./ Ю.В. Бурлаченко // Донецьк: Економічні науки, 2011. – №10. – С. 36–37
22. Докієнко Л. М. Фінансовий інструментарій оцінювання інвестиційної привабливості підприємства / Л. М. Докієнко // Економічний вісник Національного технічного університету України "Київський політехнічний інститут". - 2014. - № 11. - С. 456-465.
23. Лаговська О.А. Система збалансованих показників як інструмент управління вартістю підприємства: шляхи застосування / О. А. Лаговська // Проблеми теорії та методології бухгалтерського обліку, контролю і аналізу. – 2010. - №2(17). – С. 186-196
24. Малахова Л. С. Збалансована система показників у системі фінансового регулювання суб'єктів господарювання. / Л.С. Малахова // Суми: СумДУ, 2012. – Т.1. – С. 107–109.
25. Попов О. Є. Консолідація оцінок доданої вартості та збалансованої системи показників підприємства / О.Є. Попов, І.В. Сердюкова // Економіка розвитку. Харківський національний економічний університет. – 2015. - №1(73). – С. 66-70
26. Тарасенко І. О. Модель формування збалансованої системи показників в контексті сталого розвитку підприємства./ І.О Тарасенко, І.В. Колос – К.: Вісник Хмельницького національного університету, 2010. – №5. – С. 148–152.
27. Сохацька О. М. Інтеграція BALANCED SCORECARD в систему управління вартістю організації. / О.М. Сохацька, Г.Й. Островська // Науково-технічний збірник: Тернопільська академія народного господарства, 2010. – №85. – С. 120–131.
27. Ямненко Г. Є. Адаптація збалансованої системи показників до вартісного менеджменту у реаліях української екон омїки / Г. Є. Ямненко, Т.О. Дронь // Молодіжний економічний дайджест [Електронний ресурс] : наук. електр. журн. / М-во освіти і науки України, ДВНЗ «Київ. нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана», Наук. студентське т-во ; редкол.: О. І. Олексюк (голова) [та ін.]. – Електрон. текст. дані. – Київ : КНЕУ, 2015. – № 1. – С. 88–92.
28. Внедрение сбалансированной системы показателей / Horvath & Partners. - Пер. с нем. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2006 - 478 с.

УДК 658.012.4  
JEL Classification: M14

## КОЛАБОРАЦІЙНИЙ ПІДХІД ДО СТЕЙКХОЛДЕР-МЕНЕДЖМЕНТУ У РАМКАХ КОРПОРАТИВНОЇ СОЦІАЛЬНОЇ ВІДПОВІДАЛЬНОСТІ

Камишнікова Е.В., к.е.н., доцент  
Державний вищий навчальний заклад  
«Приазовський державний технічний університет», м. Мариуполь

**Анотація.** Предметом дослідження є проблема формування взаємодії зі стейкхолдерами як чинника забезпечення ефективності стратегічного управління корпоративною соціальною відповідальністю підприємства. Метою статті є обґрунтування колабораційного підходу до стейкхолдер-менеджменту у рамках корпоративної соціальної відповідальності з визначенням інструментарію взаємодії з зацікавленими групами. Для досягнення мети дослідження використано комплекс загальнонаукових і спеціальних методів – системний підхід, історичний і логічний аналіз, діалектичний метод пізнання явищ і процесів.

Основні результати дослідження полягають у наступному: обґрунтовано колабораційний підхід до управління відносинами зі стейкхолдерами у рамках концепції корпоративної соціальної відповідальності, який ґрунтується на взаємодії між групами впливу та суб'єктом господарювання і спрямований на досягнення спільної мети. Конкретизовано колабораційний підхід до стейкхолдер-менеджменту за групами стейкхолдерів із виділенням інструментів та результатів їхньої взаємодії. Проаналізовано позитивні та негативні наслідки застосування колабораційного підходу для суб'єктів стейкхолдер-менеджменту. Результати проведеного аналізу свідчать про домінування позитивних характеристик застосування колабораційного підходу в управлінні відносинами зі стейкхолдерами над негативними.

Зазначені результати доцільно використовувати суб'єктам стейкхолдер-менеджменту для оптимізації співпраці та гармонізації відносин із різними групами зацікавлених сторін: персоналом, постачальниками, конкурентами, споживачами, інвесторами, органами державної влади та місцевого самоврядування, місцевою спільнотою тощо, що забезпечить ефективне досягнення поставлених довгострокових цілей підприємств на взаємовигідній основі.

**Ключові слова:** колабораційний підхід, стейкхолдер, стейкхолдер-менеджмент, інструменти взаємодії, корпоративна соціальна відповідальність.

## COLLABORATIVE APPROACH TO STAKEHOLDER MANAGEMENT IN THE FRAMEWORK OF CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY

Evelina Kamyshnykova, PhD in Economics, Associate Professor  
State Higher Educational Institution  
«Priazovskiy State Technical University» in Mariupol

**Summary.** The subject of the research is the problem of forming interaction with stakeholders as factor of ensuring the effectiveness of strategic management of the enterprise's corporate social responsibility. Aim of the paper is a justification of collaborative approach to stakeholder management within the framework of corporate social responsibility with the definition of interaction tools with stakeholders. A set of general and specific methods such as systematic approach, historical and logical analysis, dialectical method of phenomena and processes cognition is used to achieve the aim of the research.

The main results of the research are the following: collaborative approach to managing relationships with stakeholders within the concept of corporate social responsibility has been justified, which is based on the interaction between groups of influence and economic entity and is aimed at achieving a common goal. The collaborative approach to stakeholder management is concretized by groups of stakeholders highlighting tools and results of their interaction. The positive and negative effects of collaborative approach to the subjects of stakeholder management