



Оценка экономической целесообразности формирования интегрированных промышленных систем

Родионова Людмила Николаевна, доктор экономических наук, профессор;
Карповская Светлана Амрановна, соискатель
ФГБОУ ВПО Уфимский государственный авиационный технический университет

В настоящее время преимущества создания вертикально интегрированных промышленно-финансовых групп определяются на основе сопоставления входящих и исходящих денежных потоков с учетом дисконтирования, а специализированных методик для оценки эффективности создания вертикально интегрированных структур в отечественной практике не используется. Методика определения чистого дисконтированного дохода (методика ЮНИДО, разработанная в 1978 году под эгидой ООН), безусловно, может быть применена к оценке экономической целесообразности создания вертикально интегрированных структур. Однако применение ее достаточно трудоемко. В работе предлагается использование модели Альтмана для оценки устойчивости компании до слияния с другими предприятиями и после.

Ключевые слова: слияние, поглощение, модель Альтмана, вертикально-интегрированная нефтяная компания.

В топливно-энергетическом комплексе для оценки эффективности слияния небольших компаний в вертикально интегрированные структуры было предложено использовать модернизированную Z-модель Альтмана, которая описывает финансовую устойчивость отдельно взятых предприятий до слияния и устойчивость вертикально интегрированной компании после слияния.

Данная Z-модель имеет вид:

$$Z = 1,2 * X_1 + 1,4 * X_2 + 3,3 * X_3 + 0,6 * X_4 + 1,0 * X_5(1)$$

где, X_1 – отношение рабочего капитала к общим активам, где рабочий капитал определяется как разность между оборотными средствами и текущими (краткосрочными) обязательствами;

X_2 – отношение накопленного капитала к общим активам. Накопленный капитал – та часть капитала корпорации, которая образовалась за счет нераспределенной прибыли прошлых лет;

X_3 – отношение балансовой прибыли к общим активам;

X_4 – отношение капитала корпорации к общему долгу;

X_5 – отношение объема продаж к общим активам.

Сравнение величин Z-модели до и после слияния позволяет сделать вывод об эффективности создания вертикально интегрированной компании. Если величина Z после слияния возросла по сравнению с величинами Z компаний до слияния, то интегрированная компания имеет большую финансовую устойчивость, чем отдельные компании.

Использование этого метода характеризуется простотой расчетов. Особо следует отметить то обстоятельство, что для экспресс-анализа эффективности создания вертикально интегрированных компаний достаточно официально публикуемых отчетов о деятельности компании и не требуется дополнительной экономической информации, которая, как правило, является строго конфиденциальной.

Для адаптации метода экспресс-анализа эффективности создания вертикально интегрированных нефтяных компаний применительно к российским компаниям нами предлагается изменить состав факторов, входящих в Z-модель. Выполненный анализ показал, что основными значимыми факторами, существенно влияющими на финансовую устойчивость предприятия, являются:

- показатель общей платежеспособности;
- рентабельность собственного капитала;

- коэффициент капитализации предприятия;
- коэффициент менеджмента;
- коэффициент обеспеченности предприятия собственными средствами.

Исходя из вышесказанного, для модели экспресс-анализа эффективности создания вертикально интегрированных структур используются следующие показатели:

X_1 – показатель общей платежеспособности предприятия;

X_2 – рентабельность собственного капитала предприятия;

X_3 – коэффициент капитализации предприятия;

X_4 – коэффициент менеджмента, определяемый как отношение выручки от реализации к текущим обязательствам предприятия;

X_5 – коэффициент обеспеченности предприятия собственными средствами.

В отличие от Z-моделей, которые используются для задач оценки финансовой устойчивости предприятия с учетом ранжирования степени влияния каждого финансового показателя на общую платежеспособность, в модели, применяемой для экспресс-анализа эффективности создания вертикально интегрированных компаний в нефтяном комплексе, нет необходимости вводить дополнительное ранжирование финансовых показателей. Иными словами, предлагаемая модель для экспресс-анализа имеет вид:

$$R = X_1 + X_2 + X_3 + X_4 + X_5 > 0(2)$$

Коэффициент капитализации предприятия в российских условиях, когда стоимость капитала предприятия по балансу занижена, позволяет с достаточной степенью точности оценить риск банкротства предприятия. Применение метода расчета коэффициента менеджмента как отношение выручки от реализации к текущим обязательствам предприятия также обусловлено особенностями российской системы налогообложения. Обычно коэффициент менеджмента определяется как отношение прибыли к выручке. Однако в российских условиях предприятие стремится к занижению бухгалтерской прибыли всеми доступными способами. Поэтому стандартный расчет коэффициента менеджмента не позволяет реально принимать решения, касающиеся финансовой устойчивости предприятия. По мнению Я.Д. Вишнякова, А.В. Колосова и В.Л. Шемякина, при применении предлагаемого ими

метода расчета коэффициента менеджмента как отношения выручки от реализации продукции к текущим обязательствам предприятия будет более точно определяться, насколько эффективно использует предприятие возможные источники получения прибыли.

Методика использования разработанной авторами исследования модели экспресс-анализа эффективности создания вертикально интегрированной компании заключается в следующем. Определяется рейтинговое число для каждого предприятия, которое предполагается включить в состав вертикально интегрированной компании, до слияния. При этом рассчитываются финансовые показатели, входящие в состав расчетной формулы. Затем рейтинговые числа предприятий суммируются. После этого определяются финансовые показатели вертикально интегрированной компании, образованной в результате слияния исходных предприятий, и рассчитывает рейтинговое число. Если рейтинговое число вертикально интегрированной компании превышает значение суммарного рейтингового числа от-

дельно взятых предприятий до их слияния, то объединение эффективно. Если нет, то объединение нецелесообразно.

Эффективность использования предложенной методики рассмотрим на примере создания вертикально интегрированного комплекса на базе предприятий Башкирского ТЭКа. Эффект от результатов интеграции рассматриваемых предприятий по традиционной методике оценивался с точки зрения максимизации прибыли и роста капитализации объединения, обеспечивающего повышение стоимости бизнеса, рассматриваемого как дополнительный показатель эффективности деятельности ВИНК.

Эффект от результатов интеграции по предлагаемой авторами методике экспресс-анализа эффективности создания вертикально интегрированных структур оценивался как рост выбранных финансовых показателей ВИНК после объединения предприятий по сравнению с суммой этих показателей до объединения.

Данные для проведения сравнительного анализа, рассчитанные по результатам работы предприятий до слияния, приведены в таблице 1.

Таблица 1. Показатели экономической целесообразности создания вертикально-интегрированной нефтяной компании

Финансовые показатели	До слияния						ВИНК
	Башнефть	УНПЗ	Новоил	Уфаоргсинтез	Уфанефтехим	Башкирнефтепродукт	
X_1	1,73	2,37	2,33	2,20	2,16	2,62	3,15
X_2	0,17	0,11	0,07	0,12	0,11	0,19	0,15
X_3	12,4	3,2	2,5	2,1	3,5	2,7	86,7
X_4	5,77	3,45	3,98	6,51	4,81	5,90	5,63
X_5	-0,2	0,61	0,56	0,65	0,21	0,56	0,20
R до слияния	19,87	9,74	9,44	11,58	10,79	11,97	-
$\sum R$	73,39						-
R_1 после слияния	-	-	-	-	-	-	95,83

Как следует из данных таблицы 1, рейтинговое число вертикально интегрированной нефтяной компании после слияния (95,83) выше суммы рейтинговых чисел отдельных компаний до слияния (73,39). Это наглядно подтверждает вывод о том, что создание вертикально интегрированной нефтяной компании является экономически эффективным процессом. Это обусловлено, в основном, снижением издержек за счет эффекта масштаба, обеспечения контролируемые источниками сырьевого и энергетического обеспечения, концентрации капитала и производства, контроля над рынками сбыта конечной продукции.

Сравнивая отдельные финансовые показатели предприятий до и после слияния, можно сделать вывод, что создание вертикально интегрированной нефтяной компании в наибольшей степени отразилось на коэффициенте капитализации, и показателе общей платежеспособности предприятия. В связи с этим крупные компании более привлекательны для инвестиций со стороны финансовых структур.

Особый интерес представляет коэффициент менеджмента, определяемый как отношение выручки к текущим обязательствам (т.е., фактически, к долгам) предприятия.

Исходя из этого определения: чем больше значение коэффициента менеджмента, тем эффективнее управление предприятием. Теоретически, при изменении коэффициента менеджмента в интервале от 1,0 до 2,0 выручка предприятия от реализации продукции обеспечивает полное покрытие его текущих обязательств предприятия, что свидетельствует о качественном менеджменте предприятия. Дальнейшее увеличение коэффициента менеджмента свидетельствует о росте прибыли предприятия.

Из данных таблицы 1 следует, что создание вертикально интегрированной нефтяной компании будет способствовать повышению качества управления этим комплексом.

Апробирование разработанной авторами методики экспресс-анализа эффективности создания вертикально интегрированных структур на примере конкретных предприятий позволяет сделать вывод о ее работоспособности, относительной простоте по сравнению с применением методики сравнения дисконтированных денежных потоков.

К достоинствам предлагаемого метода экспресс-анализа на основе сравнения финансовых показателей следует также отнести возможность выявления «узких»



мест в деятельности предприятий, а также разработать меры по снижению возможных финансовых рисков.

Заключение

Рейтинговое число ВИНК после слияния (95,83) выше суммы рейтинговых чисел отдельных компаний до слияния (73,39). Это наглядно подтверждает вывод о том, что создание вертикально интегрированной нефтяной компании

является экономически эффективным процессом. Это обусловлено, в основном, снижением издержек за счет эффекта масштаба, обеспечения контролируруемыми источниками сырьевого и энергетического обеспечения, концентрации капитала и производства, контроля над рынками сбыта конечной продукции.

Литература:

1. Герт А.А. Экономическое обоснование эффективности управленческих решений в нефтяном комплексе / Автореферат диссертации на соискание ученой степени доктора экономических наук. – Новосибирск, 2000. – 36 с.
2. Данников В.В. ХОЛДИНГИ В НЕФТЕГАЗОВОМ БИЗНЕСЕ: стратегия и управление. – М.: ЭЛВОЙС-М, 2004. – 464 с.
3. Соркин Л.Р., Карибский А.В., Шестаков Н.В. Проблемы обеспечения безопасности стратегического развития вертикально интегрированных нефтяных компаний (ВИНК). – ИПУ РАН, Россия, 2000.