

С.С. АПТЕКАР, д-р економ. наук, проф.

Донецький національний університет економіки і торгівлі ім. Михайла Туган-Барановського

ОСНОВИ ОЦІНКИ ЕФЕКТУ СИНЕРГІЇ У ВЕРТИКАЛЬНО-ІНТЕГРОВАНИХ СТРУКТУРАХ ГІРНИЧО-МЕТАЛУРГІЙНОГО КОМПЛЕКСУ УКРАЇНИ

У статті розглянуто наукові підходи до визначення понять «інтеграція», «ефект синергії». Проаналізовано стимули до вертикальної інтеграції, а також причини виникнення синергетичного ефекту в економіці. Надана характеристика підходів та методів оцінки синергетичного ефекту від операцій злиття і поглинання. Враховано особливості діяльності підприємств гірничо-металургійного комплексу України.

Постановка проблеми та її зв'язок з науковими та практичними завданнями. У сучасних умовах господарювання поширеним стало явище економічної інтеграції (або операції злиття і поглинання) і як результат, утворення інтегрованих структур. Така тенденція притаманна більшості промислових підприємств, зокрема, гірничо-металургійного комплексу України (далі - ГМК).

Головною причиною укладання угод злиття і поглинання є прагнення учасників новостворених інтеграційних структур отримати ефект синергії. Однак, на сьогоднішній день залишається невирішеним питання оцінки синергетичного ефекту, утвореного унаслідок інтеграції підприємств, що дозволяло б урахувати їх галузеві особливості. Саме тому розробка методичних підходів до оцінки ефекту синергії залишається актуальним і невирішеним питанням.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питанням економічної інтеграції, створення інтеграційних структур, оцінки синергетичного ефекту у результаті операцій злиття і поглинання приділялася значна увага в дослідженнях Ю. Бріггем, В. Амітана, О. Амоші, В. Зуденка, А. Полянець, А. Шаповал, С. Жданко, Г. Карпенко, Ю. Авхачевої, В. Козлова, І. Єгерєва та ін.

В науковій літературі запропоновано чимало методичних підходів до оцінки ефекту синергії внаслідок операцій злиття і поглинання. Більшість методик як зарубіжних, так і вітчизняних авторів засновані на визначенні синергетичного ефекту, який виникає у наслідок росту цін на акції підприємств, які входять до складу інтегрованих структур, у порівнянні з темпом росту цін на акції даних підприємств як окремих бізнес-одиниць. Однак, як показав аналіз досліджень і публікацій, застосування таких підходів на практиці є дуже громіздким і складним процесом, адже більшість інформації про діяльність великих інтегрованих структур є комерційною таємницею, а тому виникають ускладнення при здійсненні розрахунків за запропонованими методиками. Зважаючи на означену проблематику, розробка методичних підходів до оцінки синергетичного ефекту інтегрованих структур з урахуванням їх галузевих особливостей потребує подальшого розвитку.

Постановка завдання. В економічній науці недостатньо ґрунтових досліджень щодо оцінки різного роду синергетичних ефектів, що виникають у наслідок економічної інтеграції підприємств гірничо-металургійного комплексу, які пов'язані між собою складним технологічним ланцюжком. Враховуючи сказане, у статті необхідно розглянути сутність і види економічної інтеграції, враховуючи переваги і недоліки, а також розглянути і проаналізувати підходи і методи оцінки ефекту синергії унаслідок операцій злиття і поглинання.

Викладення матеріалу та результати. Дослідження методичних підходів до оцінки синергетичного ефекту, який виникає у результаті об'єднання підприємств, доцільно розпочати з визначення сутності економічної інтеграції та її видів.

Аналіз існуючих публікацій дозволив виявити, що під інтеграцією розуміють установлення певних відносин між окремими підприємства (юридичними особами), задля досягнення спільних цілей посилення конкурентних позицій і покращення економічних результатів діяльності, що можливе завдяки отриманню синергетичного ефекту.

Існує два відомі види прояву інтеграції: горизонтальна і вертикальна. Під горизонтальною інтеграцією розуміється встановлення інтеграційних зв'язків зі схожими по випуску продукції підприємствами з подальшим делегуванням функцій підприємству «інтегратору», створенням

спільних органів управління, загальних фінансових органів, взаємним обміном акціями або появою інших форм участі в прибутку один одного. Такий вид інтеграції надає ряд переваг:

збільшення можливості одержання кредитів (ефект синергії);

одержання додаткових вигід від збільшення обсягу виробництва;

зниження витрат на розвиток підприємства;

досягнення вигід і переваг від взаємного поєднання технологій і винаходів без необхідності покупки ліцензій та ін.

Горизонтальна інтеграція доцільна за умови коливання ринкової кон'юнктури. Саме завдяки такого роду об'єднання підприємства, на наш погляд, підприємства, які знаходяться в складі інтегрованої структури, мають можливість без особливих витрат випускати той асортимент продукції, який користується попитом.

Під вертикальною інтеграцією розуміється встановлення інтеграційних зв'язків або з підприємством-споживачем кінцевої продукції (так звана інтеграція «вверх»), або з підприємством - постачальником (інтеграція «вниз»).

Особливе значення має інтеграції промислових підприємств, які пов'язані між собою складним технологічним ланцюгом, і кожна бізнес-одиниця інтегрованої структури, наприклад ГМК, виконує певний переділ роботи, які в сукупності забезпечують виробничий процес

Яскравим прикладом вертикальної інтеграції є група «Метінвест», який активно займається розвитком роздрібно й оптової метало торгової мережі за допомогою так званого ребрендингу збутових структур [1].

Вертикально-інтегрована група «Метінвест», яка є компанією повного виробничого циклу від видобутку вугілля до виробництва прокату і труб, складається з трьох дивізіонів: дивізіону вугілля і гірничорудного дивізіону, а також дивізіону сталі і прокату. Така структура компанії дозволяє забезпечити стабільну роботу металургійних підприємств, які входять до її складу, завдяки постачання їх власними сировинними підприємствами [2-4].

У будь-якому разі основною причиною утворення інтегрованих структур є отримання синергетичного ефекту, який дозволяє покращити результати діяльності як окремих підприємств, які входять до складу великої компанії, так і структури в цілому. Причини виникнення синергетичного ефекту наведено на рис. 1.

Деякі автори також виділяють такі напрямки прояву синергії [5, с. 516-517]:

пряма вигода, що виражається у збільшенні чистих активів грошових потоків інтегрованої структури);

непряма вигода, що виникає за рахунок зростання ринкової вартості акцій інтегрованої структури у результаті зростання її привабливості для потенційних інвесторів.

За результатами аналізу існуючих методик оцінки синергетичних ефектів відмічено, що більшість авторів акцентують увагу на зростанні вартості інтегрованої структури, що зумовлене виникненням синергетичного ефекту унаслідок зростання цін на акції компанії.

Традиційні методи оцінки ефекту синергії враховують прояв синергетичного ефекту як приріст дисконтованих грошових потоків для акціонерів (у результаті приросту виручки, економії на витратах, податку на прибуток, капіталовкладеннях). При цьому визначається прирости цілого ряду параметрів, від яких залежить надходження потоків грошових коштів. Так, наприклад, у роботі [6] ефект синергії $V_{synergy}$ визначається за формулою

$$\Delta V = V_{synergy} = \sum_{i=1}^n \frac{\Delta FCFE_i}{(1+r_e)^i}, \quad (1)$$

$$\Delta FCFE = \Delta S - \Delta C - \Delta T - \Delta NWC - \Delta Capex + \Delta Debt, \quad (2)$$

де $\Delta FCFE$ (free cash flow to equity) - потік грошових коштів для акціонерів; ΔS (sales) - приріст виручки; ΔC (costs) - економія на витратах; ΔT (tax) - економія на податку на прибуток; ΔNWC (net working) - економія на інвестиціях в оборотний капітал; $\Delta Capex$ (capital expenditure) - економія на капіталовкладеннях; $\Delta Debt$ - зміна чистого боргу (з урахуванням фінансової синергії); r_e - ставка прибутковості акціонерного капіталу.

У подальших розробках науковців все більше уваги приділяється граничному впливу реструктуризації підприємств. Так, наприклад, Е. Хелферт та інші [12,13] відмічає, що сама можливість реструктуризації виникає у зв'язку з тим, що між вартістю, яку фактично створює підприємство, і потенційною вартістю, яка можлива у зв'язку з вигодами, пов'язаними інтеграційним процесом, існує вартісний розрив [13, с. 119-120].

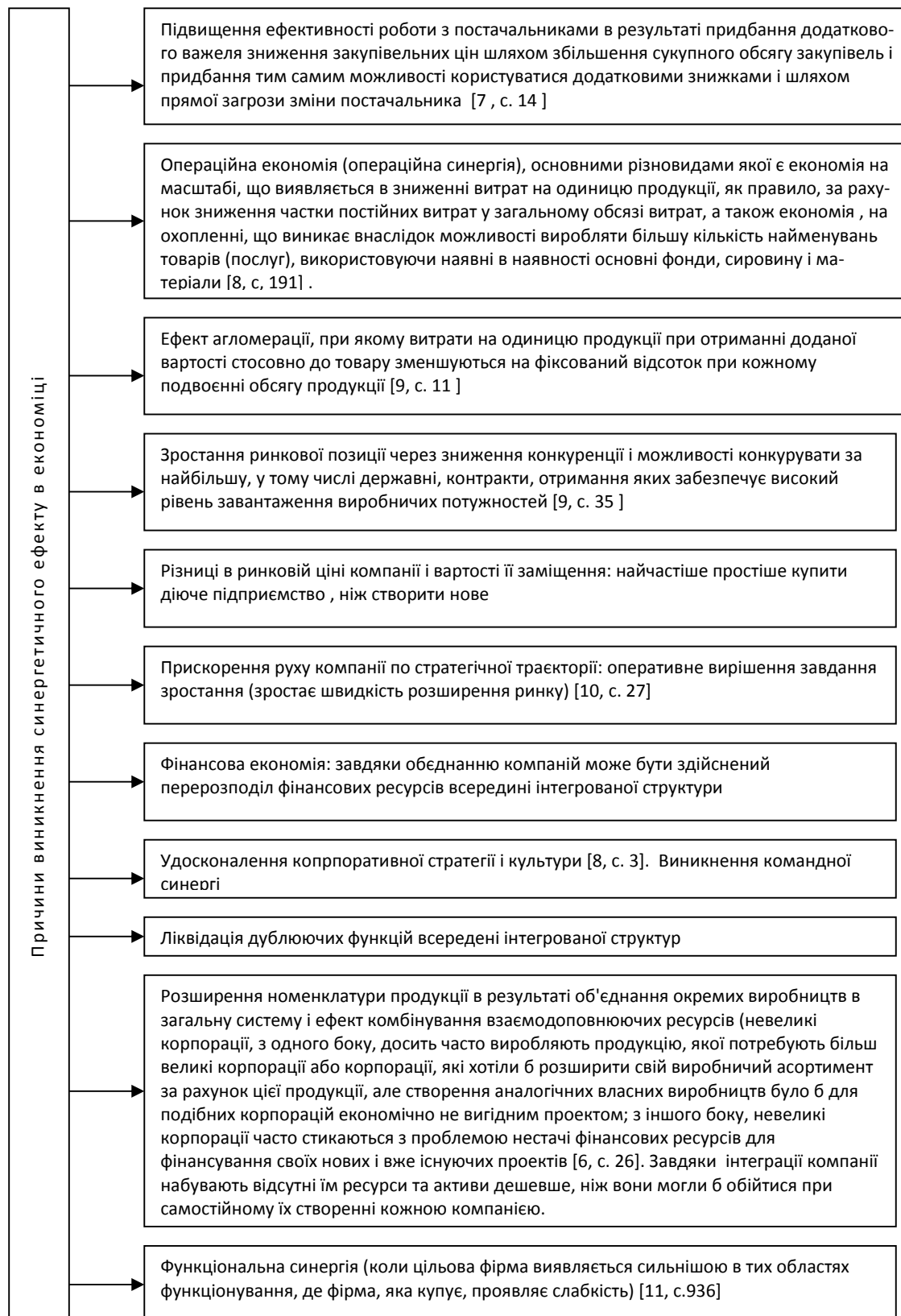


Рис. 1. Причини виникнення синергетичного ефекту в економіці

Як вже було зазначено, більшість науковців пропонують при оцінці синергетичного ефекту, у тому числі при визначенні вартості інтегрованої структури, орієнтуватися на темп росту ціни акцій такої компанії. Ми згодні з доцільністю такого підходу, адже на фондовому ринку це основний показник ефективності діяльності компанії. Однак, на практиці такий підхід ускладнений тим, що інформація великих промислових груп (інтегрованих компаній) є комерційною

таємницею, а для користувачів інформації призначена фінансова звітність з основними економічними показниками.

Наприклад, незмінним є той факт, що найбільш поширеним у річній звітності гірничо-металургійних компаній світу вже на протязі більш ніж 10 років залишається показник EBITDA. Тому, попри дискусійність даного показника, він виступає найбільш актуальним, адже через найбільшу поширеність може виступати основним для порівняння ефективності оцінюваної вертикально-інтегрованої структури з компаніями-конкурентами у сучасних умовах з найменшими витратами часу на збір інформації та зусиллями на її обробку на реальному проміжку часу. Еволюцію моделей і методів оцінки вартості та ефективності діяльності компанії ілюструє табл. 1.

Таблиця 1

Розвиток парадигми визначення вартості і ефективності діяльності компанії [14, с. 46]

Час розробки	Моделі і методи
20-ті роки XX ст.	Модель Дюпона; Рентабельність інвестицій (ROI)
70-ті роки XX ст.	Чистий прибуток на одну акцію (EPS); Коефіцієнт співвідношення ціни акцій і чистого прибутку (P/E)
80-ті роки XX ст.	Коефіцієнт співвідношення ринкової та балансової вартості акцій (M/B); Рентабельність акціонерного капіталу (ROE); Рентабельність чистих активів (RONA); Грошовий потік (Cash Flow)
90-ті роки XX ст.	Економічна додана вартість (EVA); Прибуток до виплати відсотків, податків і дивідендів (EBITDA); Ринкова додана вартість (MVA); Збалансована система показників (BCS); Показник сукупної акціонерної дохідності (TSR); Грошовий потік віддачі на інвестиційний капітал (CFROI)

Залежно від розвиненості в компанії управлінського обліку і можливості менеджерів працювати з «новими» вартісними показниками консультанти на ринку пропонують компаніям різні системи індикаторів, діагностуючих ефективність розподілу капіталу. Великий вибір моделей управління вартістю породив навіть термін «метричні війни», пов'язаний з конкуренцією фінансових шкіл за гроші компаній. Загальним показником, що фігурують у всіх моделях діагностування ефективності розподілу капіталу, є «витрати по капіталу компанії». Традиційно використовуваним алгоритмом оцінки витрат на капітал є метод середньозважених витрат (WACC).

Відомо, що при здійсненні аналізу фінансово-економічних результатів діяльності як окремих суб'єктів господарювання, так і зокрема вертикально-інтегрованих структур відсутня єдність у методиці такого аналізу: відсутній чітко визначений набір показників, показники схожі за назвою мають різні формули розрахунку і навпаки, показники з різними формулами мають однакові назви.

Не винятком у цьому є коефіцієнт боргового навантаження.

Дослідження методики визначення даного коефіцієнту набуває особливо актуального значення. Наприклад, укладачі рейтингу «50 провідних компаній України» (щорічне дослідження, присвячене ключовим галузям реального сектору вітчизняної економіки) при визначенні провідних компаній в десяти найбільших за часткою у ВВП країни галузях української економіки виявляли фактори, що впливають на динаміку фінансових і виробничих показників вітчизняних підприємств.

Для визначення провідних компаній у кожній з досліджуваних галузей застосовувалися близько 15 критеріїв оцінки.

Серед них: показники прибутковості і прибутковості бізнесу, вартість активів, сума амортизаційних відрахувань, обсяг сплачених податків, розмір інвестицій, масштаби зовнішньоекономічної діяльності, коефіцієнт боргового навантаження і т.п.

Відмітимо, що Національним банком запропоновано до використання коефіцієнт боргового навантаження (Debt Burden Ratio) як відношення місячного платежу позичальника за кредитом

до його місячного доходу; чим менше значення цього коефіцієнту, тим менше боргове навантаження на позичальника та вища його кредитоспроможність [15].

У ряді праць з фінансового аналізу цей коефіцієнт ототожнюють з коефіцієнтом концентрації позикового капіталу і зазначають, що він показує, яку частину в балансі становить позиковий капітал.

Особливо застосовуваним коефіцієнт боргового навантаження є на макрорівні, зокрема при визначенні боргового тиску на економіку України. Для його розрахунку використовується відношення сукупного державного боргу до ВВП України [16].

Науковцем Д.О. Власенко у [17] пропонується рівень боргового навантаження оцінювати за допомогою таких показників: рівень кредитоспроможності, коефіцієнт покриття зобов'язань власними коштами, відношення обсягу боргу до грошового потоку, частка позикових коштів у структурі балансу, коефіцієнт поточної ліквідності, структура боргових зобов'язань, рівень податкового тягаря, коефіцієнт простроченої заборгованості тощо.

Проте на нашу думку, така розгалужена система показників не доцільна в практичній діяльності вертикально-інтегрованих структур.

Звернемо увагу на методику визначення досліджуваного показника, що використовується усіма підприємствами вертикально-інтегрованої структури «Метінвест Холдинг», в якій прийнято, що він характеризує здатність суб'єкта господарювання до погашення поточних зобов'язань і визначається відношенням величини EBITDA до суми поточних зобов'язань

$$K_{\text{би}} = \frac{EBITDA}{3}, \quad (3)$$

де EBITDA - річна сума прибутку до вирахування відсотків, податків та амортизації, грн.; 3 - сума поточних зобов'язань підприємства, грн.

У практичній діяльності групи «Метінвест Холдинг» використовується нормативне значення цього коефіцієнту, що дорівнює 3,0.

Розглянемо дані окремих підприємств групи «Метінвест Холдинг» щодо боргового навантаження (табл. 2).

Таблиця 2

Значення коефіцієнту боргового навантаження на підприємствах групи «Метінвест Холдинг»

Підприємство	Коефіцієнт боргового навантаження, частки од., роки			
	2006	2007	2008	2009
Азовсталь	0,31	0,27	0,48	0,49
ПАТ «Центральний ГЗК»	0,30	0,39	0,36	0,38
Алчевський металургійний комбінат	0,64	0,60	0,72	0,80
Єнакіївський металургійний завод	0,65	0,64	0,72	0,88

З табл. 2 видно, що для більшості підприємств значення коефіцієнту боргового навантаження є достатньо високим.

У роботі [18] відмічається, що для більш рентабельних компаній здебільшого притаманні більш низькі коефіцієнти боргового навантаження, хоча не можна говорити про чітку залежність між цими змінними.

Крім того, автором відмічено, що як вагомий чинник при прийнятті рішень щодо структури капіталу доцільно розглядати цикли ділової активності [18].

Однак, для більш обґрунтованого прийняття рішень щодо структури капіталу у вертикально-інтегрованій структурі слід враховувати життєвий цикл. На кожній фазі життєвого циклу необхідно окремо підходити до формування оптимального співвідношення між показником EBITDA та сумою поточних зобов'язань.

Висновки та напрямок подальших досліджень. За результатами проведених досліджень можна зробити такі висновки.

У науковій літературі відсутній єдиний підхід до оцінки синергетичного ефекту внаслідок вертикальної інтеграції.

Існуючі методичні розробки не враховують особливості діяльності підприємств і відповідно інтегрованих структур певної галузі, зокрема гірничо-металургійного комплексу.

Також використання на практиці описаних у літературі методичних підходів ускладнюється тією обставиною, що основна інформація великої інтегрованої структури залишається комерційною таємницею і відповідно доступ до неї мають тільки її власники і менеджери.

Обґрунтовано доцільність використання показника EBITDA та врахування поточних зобов'язань підприємств, які входять до складу інтегрованої структури при визначенні її вартості.

Також досліджено методіку визначення коефіцієнту боргового навантаження, за допомогою якого стає можливим більш обґрунтоване прийняття рішень щодо структури капіталу в інтегрованій структурі.

Список літератури

1. **Карпенко Г.** Украинский рынок ЖРС: правительство заметило монополию [Електронний ресурс] / **Г. Карпенко**. – Режим доступу: <http://www.ugn.k.info>.
2. **Жданко Є.С.** Развитие механизмов ценообразования в управлении производно-хозяйственной деятельностью предприятия: дис. ... канд. эконом. наук : 08.00.04 / **Є.С. Жданко**. – Донецьк, 2008. – 256 с.
3. **Шаповал А.** О пользе консолидации / **А. Шаповал** // *Металл*. – 2007. –5(89). – С. 18-22.
4. **Астафьева К.А.** Классификация угроз экономической безопасности согласно жизненным циклам компании / **А.К. Астафьева** // *Вісник Криворізького економічного інституту КНЕУ: зб. наук. праць*. – 2011. – №2(26). – С. 66-70.
5. **Грязнова А.Г.** Оценка бизнеса / **А.Г. Грязнова, М.А. Федотова**. - М.: Финансы и статистика. - 2005. - 736 с.
6. **Ищенко С.М.** Слияние и поглощение компаний: оценка эффекта синергии [Монография] / **С.М. Ищенко**. – К.: Наук.світ, 2007. - 95 с.
7. **Дмитриев К.** Реструктуризация бизнеса / **К. Дмитриев** // *Финансовый директор*. – 2004. – №9. – С. 12-24.
8. **Авхачева Ю. Б.** Международные слияния и поглощения компаний: новые возможности предприятий России по интеграции в мировое хозяйство. – М.: Научная книга, 2005. – 120 с.
9. **Рудык Н.Б.** Конгломератные слияния и поглощения: Книга о пользе и вреде непрофильных активов / **Н.Б. Рудык**. – М.: Дело, 2005. – 224 с.
10. **Лапшин П.П.** Синергетический эффект при слияниях и поглощениях компаний / **П.П. Лапшин, А.Е. Хачатуров** // *Менеджмент в России и за рубежом*. – 2005. – №2. – С. 21-30.
11. **Дамодаран А.** Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / **А. Дамодаран** / Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 1341 с.
12. **Егерев И.А.** Стоймость бизнеса: Искусство управления / **И.А. Егерев**. – М.: Дело, 2003. – 480 с.
13. **Гукова А.В.** Оценка бизнеса для менеджеров / **А.В. Гукова, И.Д. Аникина**. – М.: Издательство «Омега-Л», 2006. –176 с.
14. **Ampuero M., Goranson J., Scott J.** Solving the Measurement Puzzle: How EVA and the Balanced Scorecard Fit Together // *The Cap Gemini Ernst & Young Center for Business Innovation. Issue 2 "Measuring Business Performance"*. - 1998. - P. 45-52.
15. Положення про порядок формування та використання банками України резервів для відшкодування можливих втрат за активними банківськими операціями // *Постанова Правління Національного банку України від 25.01.2012 р. № 23*.
16. **Петрошук О.** Шляхи зниження боргового навантаження на економіку України / **О. Петрошук** // *Науковий блог НаУ «Острозька академія»* : Електронний ресурс, режим доступу: <http://naub.oa.edu.ua/2012/shlyahy-znyzhennya-borhovoho-navantazhennya-na-ekonomiku-ukrajiny>
17. **Власенко Д.О.** Теоретичні основи визначення інвестиційної привабливості автотранспортних підприємств / **Д.О. Власенко** // Електронний ресурс, режим доступу: http://essuir.sumdu.edu.ua/bitstream/123456789/30366/1/Vlasenko_invest2.pdf.
18. **Сухенко О. А.** Вплив циклів ділової активності на фінансову політику та структуру капіталу компанії / **О.А. Сухенко** // Електронний ресурс, режим доступу: finconf.nusta.com.ua/.../Sukhenko_OA_stattya.

Рукопис подано до редакції 21.03.13