

УДК 338.242

ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ И УЧЕТА РИСКА РЫНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ ВЕРТИКАЛЬНО-ИНТЕГРИРОВАННОГО ХОЛДИНГА

Максимов Д.А., Маркина В.С.

*Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова, Москва,
e-mail: maksimovdenis@mail.ru, nika27-11@yandex.ru*

Институциональная природа и особенности функционирования крупных интегрированных производственных структур, в том числе вертикально-интегрированных холдингов в развитых и развивающихся экономиках наглядно демонстрируют факт дульного взаимодействия синергии объединения специфических и интерспецифических активов предприятий в составе группы вдоль общих продуктовых цепочек (позитивный фактор) и риска потери надежности функционирования продуктовых цепочек и снижения их рыночной эффективности по причине неоднородности в производственно-технологическом и финансово-ресурсном аспектах (негативный фактор). Эти особенности рыночной деятельности интегрированных групп предприятий рассматриваются на примерах российских холдингов, занятых в сферах добычи и переработки. Особое место в работе уделено проблематике выбора показателей-индикаторов риска предприятий холдинга в основных сферах рыночной деятельности – операционной, финансовой и инвестиционной с учетом особенностей формирования их денежных и материальных потоков в рамках интегрированной группы. Для расчета показателя риска производственной сферы подразделения вертикально-интегрированного холдинга используется показатель эффективности производственной сферы, показывающий отдачу на рубль вложений в производственные затраты. Приводятся расчетные формулы показателей риска и примеры оценок риска для предприятий компании АО «СУЭК».

Ключевые слова: интегрированная группа предприятий, вертикально-интегрированный холдинг, структурная бизнес-единица, риск, операционная деятельность, финансовая деятельность, инвестиционная деятельность

FEATURES OF ASSESSMENT AND ACCOUNTING MARKET ACTIVITIES RISK OF ENTERPRISES OF A VERTICALLY INTEGRATED HOLDING

Maksimov D.A., Markina V.S.

*Plekhanov Russian University of Economics, Moscow,
e-mail: maksimovdenis@mail.ru, nika27-11@yandex.ru*

Institutional nature and peculiarities of functioning of large integrated production structures, including vertically integrated holdings in developed and developing economies demonstrate the fact of muzzle interaction of synergy of combining specific and interspecific assets of enterprises within the group along the common product chains (positive factor) and the risk of loss of reliability of functioning of product chains and reduction of their market efficiency due to heterogeneity in production, technological and financial- resource aspects (negative factor). These features of the market activity of integrated groups of enterprises are considered on the examples of Russian holdings engaged in the fields of production and processing. A special place in the work is given to the selection of indicators-indicators of risk of holding companies in the main areas of market activity – operating, financial and investment, taking into account the peculiarities of the formation of their cash and material flows within the integrated group. To calculate the risk index of the production sector of the vertically integrated holding division, the efficiency indicator of the production sector is used, showing the return on the ruble of investments in production costs. Calculation formulas of risk indicators and examples of risk assessments for the enterprises of JSC «SUEK» are given.

Keywords: integrated group of companies vertically integrated holding, structural business unit, risk, operating activities, financial activities, investment activities

С середины прошлого века интеграция стала основным направлением повышения синергии специфических и интерспецифических активов вдоль единых производственных цепочек. Основным направлением повышения эффективности вертикально-интегрированных холдингов и крупных интегрированных структур стала экономия условно-постоянных затрат на масштабе производства, диверсификация многопродуктового производства и охват новых сегментов товарных рынков.

В России вертикально-интегрированные холдинги в постприватизационный

период заняли важное место в потребительском секторе экономики, по существу заменив отраслевые министерства. С учетом территориальной разобщенности однородных в рамках отрасли и неоднородных в финансово-экономическом положении предприятий их объединение в корпорации и вертикально-интегрированные холдинги является значимым позитивным фактором для российской экономики, так как стимулирует наиболее полное использование их производственно-технологического и финансово-ресурсного потенциалов [1].

Цель исследования: выбрать показатели – индикаторы риска предприятий холдинга в основных сферах рыночной деятельности и провести их оценку на примере вертикально-интегрированного холдинга АО «СУЭК».

Материалы и методы исследования

Приведем статистику по исследованным в работе российским интегрированным группам предприятий (ИГП) в наиболее значимых отраслях, таких как добывающая, нефтепереработка и химия, металлургия, пищевая промышленность, информационные технологии.

Характерным примером вертикально-интегрированного холдинга в добывающей отрасли является АО «Сибирская угольная энергетическая компания» (АО «СУЭК») – вертикально-интегрированный холдинг, являющийся одной из крупнейших угольно-энергетических компаний мира и крупнейшей компанией в России. Сферой деятельности АО «СУЭК» является добыча угля и генерация электричества и тепловой энергии. Действующие двадцать два подразделения вертикально-интегрированного холдинга располагаются в десяти субъектах Российской Федерации (табл. 1). К основным активам АО «СУЭК» относятся восемь шахт и восемнадцать разрезов, два морских порта и портовых территорий, девять обогатительных фабрик и установок, а также двадцать четыре электростанции, НИИ и Международная торгово-сбыточная сеть [2, 3].

На современном этапе деятельности холдинга основной целью является поддержание приемлемого соотношения чистого долга и EBITDA, а также обеспечение низкой себестоимости освоения месторождений [2]. В табл. 2 представлена информация об основных операционных и финансовых показателях консолидированной отчетности АО «СУЭК».

«Типичной» ИГП в химической и перерабатывающей отраслях является ПАО «Уралкалий» – один из лидеров мировой калийной отрасли – вертикально-интегрированный холдинг, который контролирует полную бизнес-цепь, начиная с добычи калийной руды и заканчивая поставками готовой продукции потребителям. ПАО «Уралкалий» включает шестнадцать предприятий (табл. 3). К основным активам ПАО «Уралкалий» относятся пять рудников, шесть калийных фабрик и карналлитовая фабрика, балтийский балкерный терминал и более 8000 специализированных вагонов-минераловозов [4].

В стратегии компании упор сделан на: создание долгосрочной стоимости, что предполагает сбалансированный подход к инвестициям в расширение производства; возврат свободных денежных средств акционерам; сохранение позиций лидера по себестоимости продукции; взаимодействие с конечным потребителем. В табл. 4 представлена информация об основных операционных и финансовых показателях консолидированной отчетности ПАО «Уралкалий» [3, 4].

Таблица 1

Организационная структура холдинга АО «СУЭК»

Субъект РФ	№	Предприятие	Субъект РФ	№	Предприятие
Забайкальский край	1	ООО «Арктические разработки»	Приморский край	12	АО «ШУ Восточное»
	2	ООО «Черновские ЦЭММ»		13	ООО «Правобережное»
	3	ООО «Читауголь»		14	АО «Разрез Тугнуйский»
	4	АО «Разрез Харанорский»	Республика Бурятия	15	ООО «Тугнуйская обогатительная фабрика»
Кемеровская область	5	АО «СУЭК-Кузбасс»		16	ООО «Тугнуйское ПТУ»
	6	ООО «Сибниуглеобогащение»	Республика Хакасия	17	ООО «СУЭК-Хакасия»
	7	ООО «Объединенное ПТУ Кузбасса»		18	АО «Разрез Изыхский»
Красноярский край	8	АО «Разрез Березовский»		19	ООО «Восточно-Бейский разрез»
	9	АО «Разрез Назаровский»		20	АО «Черногорский ремонтно-механический завод»
	10	ООО «Гринфин»	Хабаровский край	21	АО «Ургалуголь»
	11	ООО «Бородинский РМЗ»		22	АО «Дальтрансуголь»

Таблица 2

Основные операционные и финансовые показатели АО «СУЭК»

	млн долл. США	2016	2017
Выручка		4.002	5.693
Выручка от реализации угля на международном рынке (в т.ч. угля сторонних производителей)		2.911	4.190
Выручка от реализации угля на российском рынке		915	1.097
Выручка от реализации нефтекокса и других продаж		54	235
Прочая выручка		122	171
Себестоимость реализованной продукции		(3.298)	(4.471)
Себестоимость реализации собственного угля		(990)	(1.300)
Транспортные расходы		(1.345)	(1.768)
Амортизация		(399)	(438)
Покупка угля у третьих лиц (в т.ч. транспортные расходы)		(470)	(816)
Прочее		(94)	(149)
Валовая прибыль		704	1,222
<i>Рентабельность по валовой прибыли, %</i>		<i>18%</i>	<i>21%</i>
Общехозяйственные и административные расходы		(114)	(146)
ЕБИТДА		989	1,514
<i>Рентабельность по ЕБИТДА, %</i>		<i>25%</i>	<i>27%</i>
Налог на прибыль		(90)	(221)
Чистый (убыток) / прибыль		314	657
<i>Чистая рентабельность, %</i>		<i>8%</i>	<i>12%</i>
Капитальные вложения		504	725
Чистый долг		3.056	3.197
Долг		3.389	3.520
Денежные средства и их эквиваленты		333	323
Чистый долг / банковский показатель ЕБИТДА		2.9x	2.0x
Банковский показатель ЕБИТДА / расходы по процентам		7.7x	9.5x

Таблица 3

Организационная структура холдинга ПАО «Уралкалий»

№	Компания
1	ОАО «Балтийский балкерный терминал»
2	ЗАО «Уралкалий – Технология»
3	ЗАО «Автотранскалий»
4	Уралкалий Трейдинг С.А. (Uralkali Trading S.A.)
5	ООО «Палашер-Калий»
6	ООО «Вагонное депо Балахонцы»
7	ООО «Строительно-монтажный трест “Березниковское шахтостроительное управление”»
8	ООО «СП Кама»
9	ООО «Сателлит-Сервис»
10	ООО «Медиа-Сфера»
11	ООО «Уралкалий Инжиниринг»
12	ЗАО «Соль»
13	ЗАО «Белорусская калийная компания»
14	ООО «Поликлиника Уралкалий-Мед»
15	ОАО «Уральский научно-исследовательский и проектный институт галургии»
16	Компания с ограниченной ответственностью «Белурс Хандельс ГмбХ» (Belurs Handels GmbH)

Таблица 4

Основные финансовые и операционные показатели ПАО «Уралкалий»

	млн руб.	2016	2017
Выручка		151 731	160 928
Себестоимость продаж		(36 854)	(43 127)
Валовая прибыль		114 877	117 801
Коммерческие расходы		(36 433)	(43 641)
Общие и административные расходы		(10 329)	(9 184)
Налоги, кроме налога на прибыль		(1 704)	(1 267)
Прочие операционные доходы/(расходы), нетто		(854)	374
Операционная прибыль		65 557	64 083
Финансовые (расходы)/доходы, нетто		51 491	(483)
Прибыль до налогообложения		117 048	63 600
Расходы по налогу на прибыль		(22 090)	(12 744)
Чистая прибыль за период		94 958	50 856
Прибыль/(убыток), приходящаяся на:			
Собственников материнского предприятия		94 967	50 818
Владельцев неконтролирующих долей		(9)	38
Чистая прибыль за период		94 958	50 856
Средневзвешенное количество обыкновенных акций в обращении (млн штук)		1 417	1 336
Прибыль на акцию – базовая и разводненная (в рублях)		67,02	38,04

Таблица 5

Организационная структура холдинга ПАО «НЛМК»

№	Компания
1	ОАО «Алтай-Кокс»
2	ОАО «Доломит»
3	ОАО «Студеновская акционерная горнодобывающая компания»
4	ОАО «Стойленский горно-обогатительный комбинат»
5	ЗАО «Уралвторчермет»
6	ЗАО «Калужский научно-производственный электрометаллургический завод»
7	ООО «Клининговая компания»
8	ООО «НЛМК-Сорт»
9	ООО «Гостиничный комплекс «Металлург»
10	ООО «Вторметснаб НЛМК»
11	Top Gun Investment Corp. II
12	ООО «Строительно-монтажный трест НЛМК»
13	ООО «Новолипецкая металлобаза»
14	ООО «Липецкое страховое общество «Шанс»
15	ООО «Сталь»
16	ООО «Карамышевское»
17	ООО «Торговый дом НЛМК»
18	ООО «Вторчермет НЛМК»
19	ООО «Независимая транспортная компания»
20	ООО «ВИЗ-Сталь»
21	Дочернее предприятие «Пансионат «Новолипецкий металлург» открытого акционерного общества «Новолипецкий металлургический комбинат»
22	NLMK International B.V.
23	ООО «Лармет»
24	ООО «Вимет»
25	ОАО «Липецкий Гипромез»
26	ОАО «Нижнесергинский метизно-металлургический завод»
27	ОАО «Северная нефтегазовая компания»
28	ОАО «Макси-Групп»
29	ЗАО «Уральский завод прецизионных сплавов»
30	ООО «Нептун»

Таблица 6

Основные финансовые и операционные показатели ПАО «НЛМК»

	млн долл. США	2016	2017
Выручка от реализации		7,636	10,065
Чистая прибыль		935	1,450
ЕБИТДА		1,943	2,655
Рентабельность ЕБИТДА		25%	26%
Движение денежных средств от операционной деятельности		1,699	1,899
Инвестиции		559	592
Финансовый долг		2,269	2,281
Чистый долг		761	923
Свободный денежный поток		1,092	1,266
Дивиденды		920	1,428
Дивиденды на акцию, долл. США		0,1535	0,2383

«Характерным» представителем металлургического комплекса является ПАО «НЛМК». Компания – один из лидеров по производству высококачественной стальной продукции с вертикально-интегрированной моделью бизнеса. Сфера деятельности ПАО «НЛМК»: производство стали, стального профиля, а также сырьевых и энергетических ресурсов. На территории Российской Федерации, Европы и США функционирует тридцать подразделений холдинга (табл. 5). К основным активам ПАО «НЛМК» относятся производственные и торговые активы, приобретенные прокатные мощности, сервисные центры и строящиеся объекты. Мощности по производству стали компании превышают 17 млн т в год.

Целями ПАО «НЛМК» являются: значительное сокращение ежегодных капитальных затрат, сохранение чистого годового дохода на уровне 1,0 млрд долларов США (уровень показателя ЕБИТДА в 2013 г.), консервативная политика заимствований на финансовом рынке, обеспечение стабильного положительного свободного денежного потока, выплата дивидендов в соответствии с обновленной дивидендной политикой. В табл. 6 представлена информация об основных операционных и финансовых показателях консолидированной отчетности ПАО «НЛМК» [3, 5].

Диапазон российских холдингов по показателю ЕБИТДА в период с 2011 по 2017 г. варьируется: в добывающей отрасли от 500 до 1500 млн долл. США, в химической – от 1000 до 2000 млн долл. США, в металлургической – от 1500 до 3000 млн долл. США [3].

Отметим, что такая дифференциация сохраняется на фоне значительных по величине денежных и материальных потоков внутри холдинга, а значит, в условиях самостоятельного функционирования предприятий-структурных подразделений в составе рассмотренных холдингов некоторые из них

находились бы на грани банкротства: согласно официальной статистике банкротств по данным на 2017 г. в добывающей отрасли в среднем 32 предприятия в месяц становятся банкротами, а в перерабатывающих отраслях – в среднем 26 предприятий в месяц [6].

Таким образом, проблематика оценки риска предприятий холдинга с учетом наличия внутрифирменного (трансфертного) финансирования является весьма актуальной, так как корректная оценка риска в операционной, финансовой и инвестиционной сферах позволяет на стратегическом горизонте провести обоснованную классификацию подразделений в однородные по уровню риска группы, что является основой выбора оптимальной инвестиционной стратегии холдинга [7–10].

Как следует из представленных таблиц структурные бизнес-единицы (СБЕ) в составе крупной интегрированной производственной структуры крайне неоднородны по уровню риска. Причин этого явления много, но в рамках неинституциональной и неоклассической теории выделим две основные: высокие внутрифирменные транзакционные издержки, зависящие от масштаба интеграции, и не страхуемые в рамках вертикально-интегрированного холдинга риски в основных рыночных сферах: операционной, финансовой и инвестиционной. Рассмотрим эти риски более подробно.

Для оценки риска структурных бизнес-единиц вертикально-интегрированного холдинга необходимо понимание его функционирования. Важнейшей особенностью является интеграция инвестиционных и финансовых потоков холдинга в рамках управляющей компании [3]. Средства – трансфертные платежи, которые переводятся от лица управляющей компании, являются собственными средствами структурного подразделения из-за высокой ликвидности и низкого риска потери доходности.

Итак, показателем риска финансовой сферы подразделения вертикально-интегрированного холдинга рассмотрим коэффициент автономии, который расширен на величину трансфертных платежей:

$$K_a^{(x)} = \frac{EQ + TR}{TA} \left(\frac{\text{ст.1 300}}{\text{ст.1600}} \right), \quad (1)$$

где TR – трансфертные отчисления управляющей компании (УК) в адрес СБЕ; TA – валюта баланса СБЕ с учетом составляющей TR .

Трансферты, которые учитываются в формуле, включены в значение собственного капитала, представленного соответствующей строкой баланса.

Для расчета показателя риска производственной сферы подразделения вертикально-интегрированного холдинга используется показатель эффективности производственной сферы. Данный коэффициент показывает отдачу на рубль вложений в производственные затраты с учетом таких условий, как расширенная база их финансирования, включающая как собственные оборотные средства СБЕ, так и внутрифирменные трансфертные платежи – привлеченные средства управляющей компании (УК) и других структурных подразделений холдинга, которые заинтересованы в результатах производственной деятельности этого подразделения:

$$ROA^{(t)} = \frac{NOPLAT^{(t)}}{PK^{(t)}} \left(\frac{\text{формула(3)}}{\text{ст.1600}} \right), \quad (2)$$

где $PK^{(t)}$ – средняя за период t балансовая стоимость активов производственной сферы исследуемой СБЕ.

$$NOPLAT = (EBIT - Pr + DP) \cdot (1 - Np) - \Delta RN,$$

$$\left(\text{Ст. 2200} - \left(\text{ст. 2410} \frac{+}{-} \text{ст. 2430} \frac{+}{-} \text{ст. 2450} \frac{+}{-} \text{ст. 2460} \right) + (\text{ст.2330} * (1 - Np)) \right), \quad (3)$$

где $EBIT$ – операционная прибыль рассматриваемого временного периода до налогообложения; Pr – начисленные к выплате проценты (процентные платежи по долговым обязательствам); DP – дополнительные доходы (расходы), учитываемые в счете прибылей и убытков от операционной деятельности; Np – эффективная ставка налога на прибыль для периода t ; ΔRN – отложенные налоги для рассматриваемого периода:

$$\Delta RN = \Delta RN^{(+)} - \Delta RN^{(-)}, \quad (4)$$

где $\Delta RN^{(+)}$ – сумма налогов к получению (отмеченные в активе баланса); $\Delta RN^{(-)}$ – сумма налогов к выплате (отложенные налоги, отмеченные в пассиве баланса).

Если $\Delta RN \geq 0$, то в периоде t предприятие полностью погасило начисленные в соответствии с законодательством налоги, если $\Delta RN \leq 0$, то присутствуют отложенные налоги.

Показателем риска инвестиционной сферы подразделения вертикально-интегрированного холдинга является показатель эффективности – величина чистого денежного потока на весь инвестированный в ее активы СБЕ капитал, приходящаяся на ед. инвестиций:

$$ROAAM_t = \frac{NOPLAT_t + A_t - I_t}{I_0} \left(\frac{\text{формула (2.3) - ст.4200}}{\text{ст.1300}} \right), \quad (5)$$

где A_t – амортизация активов Pat производственной сферы предприятия, начисленная в периоде t и рассчитанная по балансовой стоимости; I_0 – первоначальная инвестиция в рабочий капитал; I_t – текущие инвестиции в активы производственной сферы.

Результаты исследования и их обсуждение

В качестве примера использования предложенного подхода оценки рисков производственной, финансовой и инвестиционной сфер деятельности подразделений в составе холдинга рассмотрим АО «СУЭК».

В расчетах оценок коэффициентов риска используется информация из Бухгалтерского баланса и Отчета о финансовых результатах по подразделениям холдинга СУЭК за период с 2011 по 2017 г. [2, 3].

Таблица 7

Показатели эффективности/риска СБЕ АО «СУЭК»

Субъект РФ	№	Предприятие	Коэффициенты		
			Расширенной автономии	Эффективности операционной сферы	Эффективности инвестиционной сферы
Забайкальский край	1	ООО «Арктические разработки»	-0,0286	-0,7031	-0,0890
	2	ООО «Черновские ЦЭММ»	-0,3064	-0,1057	-0,0431
	3	ООО «Читауголь»	0,5860	-1,4759	0,1300
	4	АО «Разрез Харанорский»	0,0915	4,5136	0,1070
Кемеровская область	5	АО «СУЭК-Кузбасс»	0,1008	-0,6018	0,0865
	6	ООО «Сибниуглеобогатение»	0,4466	0,1662	0,0891
	7	ООО «Объединенное ПТУ Кузбасса»	0,2921	-0,2016	-0,0820
Красноярский край	8	АО «Разрез Березовский»	0,0729	1,4465	0,2014
	9	АО «Разрез Назаровский»	-0,5573	0,3107	0,3107
	10	ООО «Гринфин»	0,3137	0,7144	0,7144
	11	ООО «Бородинский РМЗ»	0,1578	-0,6716	0,0190
Приморский край	12	АО «ШУ Восточное»	-0,5756	-0,4257	-0,3045
	13	ООО «Правобережное»	0,0226	-1,0446	-0,7007
Республика Бурятия	14	АО «Разрез Тугнуйский»	0,2055	0,9418	0,2331
	15	ООО «Тугнуйская обогатительная фабрика»	0,5668	0,1371	0,1163
	16	ООО «Тугнуйское ПТУ»	-0,0899	-1,7886	-0,0966
Республика Хакасия	17	ООО «СУЭК-Хакасия»	0,1963	0,7104	0,1538
	18	АО «Разрез Изыхский»	0,3470	-0,0257	0,0206
	19	ООО «Восточно-Бейский разрез»	0,7935	0,3928	0,3298
	20	АО «Черногорский ремонтно-механический завод»	0,1529	0,1453	0,0495
Хабаровский край	21	АО «Ургалуголь»	-0,0995	-0,6399	-0,0762
	22	АО «Дальгрансуголь»	0,2099	1,0104	0,2496

Заключение

В заключение отметим, что корректное определение показателей-индикаторов риска в основных сферах рыночной деятельности позволяет организовать процесс классификации предприятий холдинга в однородные по уровню риска группы, что позволит обеспечить обоснованный выбор приоритетов, и далее – направлений и оптимальных вариантов деятельности управляющей компании и подразделений вертикально-интегрированного холдинга с учетом факторов институциональной и рыночной природы, в том числе и риска.

Список литературы

1. Халиков М.А., Хечумова Э.А., Щепилов М.В. Модели и методы выбора и оценки эффективности рыночной и внутрифирменной стратегий предприятия. М.: Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова, 2015. 595 с.
 2. Официальный сайт АО «СУЭК» [Электронный ресурс]. URL: <http://suek.ru> (дата обращения: 20.01.2019).

3. Бухгалтерская (финансовая) отчетность предприятий [Электронный ресурс]. URL: <http://e-colog.ru> (дата обращения: 19.01.2019).
 4. Официальный сайт ПАО «Уралкалий» [Электронный ресурс]. URL: www.uralkali.com/ru (дата обращения: 20.01.2019).
 5. Официальный сайт ПАО «НЛМК» [Электронный ресурс]. URL: www.nlmk.com/ru/ (дата обращения: 20.01.2019).
 6. Банкротства юридических лиц в России (архив) // Центр макроэкономического анализа и краткосрочного планирования [Электронный ресурс]. URL: <http://www.forecast.ru/default.aspx> (дата обращения: 20.01.2019).
 7. Халиков М.А. Методы анализа и оценки риска рыночной деятельности подразделений иерархической производственной структуры // Менеджмент в России и за рубежом. 2009. № 1. С. 108–120.
 8. Халиков М.А., Мынин Д.В. Методика комплексной оценки уровня социально-экономического развития регионов Российской Федерации и направления ее совершенствования // Региональная экономика: теория и практика. 2007. № 7. С. 59–63.
 9. Khalikov M.A., Maximov D.A., Shabalina U.M. Risk indicators and risk management models for an integrated group of enterprises. Journal of Applied Economic Sciences. 2018. vol. 13. no. 1 (55). P. 52–64.
 10. Mishchenko A.V., Khalikov M.A. Distribution of organic resources in the problem of optimizing the production of an enterprise. Journal of Computer and Systems Sciences International. 1993. vol. 31, no. 6. P. 113–118.