

К.І. ЗАЛОГІНА

Хмельницький державний університет

КРИЗА ВЛАСНИКІВ В УМОВАХ ПЕРЕХІДНОЇ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ: МОЖЛИВОСТІ ВИРІШЕННЯ В РАМКАХ АНТИКРИЗОВОГО УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ

В світовому досвіді при обґрунтуванні необхідності розробки теоретико-методологічних та практичних засад антикризового управління виходять із твердження про кризу як нормальну стадію розвитку підприємств, але з одночасним зауваженням щодо її катастрофічно руйнівного впливу на економіку кожного окремого підприємства. Ми вважаємо подібні висловлення безперечно вірними. Але тут слід одразу зауважити наступні важливі пункти. По-перше, “критична маса” збиткових підприємств та підприємств наближених до банкрутства може викликати ланцюгову реакцію розвитку кризових явищ на рівні регіонального ринку, галузі, а то і економіки в цілому. Подібні процеси ми спостерігаємо в економіці України: актуальність антикризового управління значно підвищується за умови наявності 44,4% збиткових підприємств у 2002 р. Подібний механізм розгортання кризи може запустити і криза певного окремого підприємства, внаслідок його статусу та впливу на контрагентів та сприймаючі аудиторії, економіку регіону, країни. Яскравим прикладом подібної ситуації є нещодавній ряд гучних банкрутств в США. Питома вага банкрутств, оголошених у 2001 – 2002 р.р. від загальної кількості всіх найбільших банкрутств в історії США, починаючи із 1980 р., склала більше 52% за кількістю компаній та на загальну суму активів, що складає 67,5%. Жертвами стали не тільки мільйони безпосередніх власників (найбільший обсяг активів до початку процесів банкрутства (21.07.2002р.) мала компанія Worldcom.Inc. – на суму 103914 млн. дол. США [1]), фондовий ринок, але й ринок аудиторських та консалтингових послуг. З іншої сторони, безперечно, на ймовірність розвитку кризи на окремому підприємстві, ступінь ризику настання банкрутства впливає загальноекономічний стан країни.

Аналізуючи основні показники економічної діяльності в Україні, розраховані за даними Державного комітету статистики України [2, 3], слід відмітити, що економіка України, незважаючи на чисельні твердження на офіційному рівні про перехід до фази економічного зростання, все ще характеризується рядом значних за своїм негативним значенням ознак. Обсяг ВВП в порівняльних цінах станом на 2001 рік все ще не досяг навіть половини рівня 1990 року, хоча ланцюгові темпи його приросту значно збільшились. Інвестиційна діяльність теж характеризується досить негативно, обсяг інвестицій в основний капітал досяг свого найбільшого значення у 2001 році, але це лише третина обсягів інвестицій в основний капітал 1990 року. Частка активних підприємств за базою ДПА в загальній кількості зареєстрованих станом на 01.07.2002 р. склала лише 58,63%, порівняно із 2000 р. скорочення частки активних підприємств склало 5% [5].

Таким чином, мусимо визнати, що стан економіки України та стан промисловості значною мірою характеризується впливом явищ кризового характеру, хоча позитивні тенденції безперечно зростають. Але ще досить тривалий період часу кожне окреме підприємство у визначенні стратегії антикризового управління в значній мірі повинно буде враховувати масовість кризових станів в економіці України. Розвиток теоретико-методологічної бази та акумуляція досвіду практичного застосування антикризового управління на підприємстві в умовах перехідної економіки (зокрема в умовах України) має бути одним із стратегічних напрямків розвитку вітчизняної економічної думки.

Проблема відродження виробництва, фінансування та інвестування в національній економіці є найбільш актуальною

і розглядалась авторами в академічних та практичних публікаціях з різних аспектів. Оскільки проблеми породжені композицією глибоких криз в національній економіці в цілому та по окремих її елементів аж до первинної ланки – кожного окремого підприємства, відповідно їх вирішення міститься в запровадженні антикризового управління на підприємствах. При цьому принципове значення має впровадження постійно здійснюваного антикризового управління на рівні кожного окремого підприємства, причому і в реакційній (в умовах кризи, посткризовому стані), і в превентивній складових (попередження кризи).

Проблематиці антикризового управління на підприємстві останні роки приділяється в вітчизняній науковій думці все більше уваги [6, 7, 8]. Пропозиції стосовно використання концепції менеджменту вартості в антикризовому управлінні з'являлись в публікаціях вітчизняних та зарубіжних дослідників і раніше, але лише на стратегічному рівні антикризового управління: при визначенні стратегії реструктуризації, потенціалу підприємства [6, 7, 8]. Ми наголошуємо на принциповому аспекті врахування концепції управління вартістю компанії і на оперативнотактичному рівні, і на рівні його інтеграції до стратегічного рівня антикризового управління компанією. Розгляду можливих критеріїв для запровадження антикризового управління в рамках подібного підходу присвячуються наші попередні публікації. Метою даної статті є обґрунтування необхідності запровадження принципів антикризового управління підприємством, які базуються на врахуванні альтернативних витрат, з ціллю вирішення проблеми кризи власників в умовах перехідної економіки України.

Один із основних факторів, що визначає стан справ в економіці України є криза власників, що пов'язана із некоректним визначенням ціни власного капіталу. Навіть ті методи та методики оцінки ефективності фінансово-господарської діяльності підприємств, що використовують основи концепції ціни капіталу, при розрахунку економічної вигоди враховують лише ціну

позикового капіталу. При цьому власний капітал вважають таким, що нічого не вартий для підприємства (за логікою – він уже є в наявності), або вартість власного капіталу визначають, виходячи із рівня дивідендних виплат.

На нашу думку, такий стан речей є неприпустимим, оскільки він викривлює розуміння характеру, суті та причин змін, що відбуваються в сучасній перехідній економіці України, як на макро-, так і на мікрорівні.

В ході проведення процесів роздержавлення колишні великі державні підприємства перейшли у власність дрібних співвласників. Не маючи можливостей отримувати (або висловити бажання по отриманню) доходів на розміщений капітал, подібні власники стали по суті “квазівласниками” та не виконали очікуваної від них ролі – “ефективного власника”. Фактично управління подібними акціонерними товариствами здійснюється адміністративним апаратом підприємства, який, не перебуваючи власником, (або дуже невеликої частки власності) не міг отримати доход у вигляді дивідендів або зростання вартості підприємства. Тому доходи та капітал підприємства вимивались всіма доступними методами: підвищення заробітної плати, бонуси, “чорні” схеми із постачальниками та кредиторами, створення фірм “прилипал” при компанії, через які здійснюється співпраця із кримінальними структурами.

Таким чином, фактично право власності було у одних суб'єктів підприємницької діяльності, а реалізовували його інші. Це також сприяло створення міфу про безоплатність такого джерела фінансування, як власний капітал. Логічним продовженням подібних процесів був перерозподіл власності з метою співпадання економічної суті та юридичної форми відносин власності, що складались. Подібні процеси відбувались (і відбуваються) у формі:

- 1) реалізації та придбання контрольних та/або блокуючих пакетів акцій на вторинному ринку (часто неорганізованому);

- 2) придбання підприємства за значно заниженою ціною через використання інституту банкрутства (даний підхід набув значного поширення);
- 3) складні схеми переведення активів в дочірні підприємства та нові компанії із залученням співвласників із наступною ліквідацією головного підприємства;
- 4) розпродаж активів – цілісних майнових комплексів;
- 5) реорганізація організаційно-юридичної форми: відкрите акціонерне товариство у закриті і т.ін.

В результаті подібних змін з'являється власник, якого ми вже можемо ідентифікувати як потенційно ефективного. Власник, в якого з'являється економічний інтерес у отриманні доходів на вкладений капітал (максимізації його вартості), та який, відповідно, має важелі впливу на діяльність підприємства з метою реалізації своїх економічних інтересів. Фактично, заявлені економічні інтереси можуть бути досягнуті лише через відродження всіх складових складної системи підприємства (виробничої, фінансової, інвестиційної, маркетингової, кадрової) та її комунікацій.

Необхідно створювати умови для законної появи ефективного власника. Подібні зміни дозволяють підприємству залучити додаткові джерела фінансування. Власники очікують і можуть реалізувати очікування через зміну керівництва, рішень, що приймаються, стратегію розвитку підприємства; через продаж акцій. Щодо останнього, поки що ситуація залишається непевною: це є проблемою дрібних акціонерів, які можуть ефективно тільки "голосувати ногами", тобто купівлею (продажем) акцій, і таким чином проявляється плата за власний капітал.

Проблема визначення ціни власного капіталу пов'язана перш за все з наступними фактами:

1. Дрібні акціонери (загалом, працівники підприємства, реформованого в акціонерне товариство із державного підприємства) не отримують (і не очікують) дивідендів, оскільки не володіють об'єктивною інформацією по підприємству, характерна економічна неосві-

ченість – тобто вони дуже низько оцінюють акції (готові продати їх за безцінь – "краще, ніж нічого"). Якщо робітники і продають акції значно дорожче за номінал, то лише завдяки конкуренції між крупними акціонерами (акціонером) та "загарбниками" ("загарбником"), а не реальній оцінці вартості акцій.

2. Таким дрібним акціонерам акції дістались із першою хвилею приватизації (в обмін на приватизаційні сертифікати), тобто майже безоплатно (не було первісно інвестованого ними капіталу).
3. З іншої сторони, акціонерний капітал недооцінюється порівняно із основними фондами (та всіма активами) підприємства, не кажучи про перспективи, і, як наслідок, це провокує загрозу поглинання.
4. Переважає оцінка підприємства за затратним підходом (балансовою вартістю чистих активів). Подібний підхід не враховує наявний гудвіл (його величина заноситься в баланс підприємства тільки за умови його виявлення в ході здійснених операцій купівлі/ продажу компанії), різницю між використовуваними методами нарахування амортизації та фактичним станом обладнання і т.ін.

Чи означає це те, що акціонерний (власний) капітал є практично безоплатним для підприємства? – Ні. Чи означає це, що власний (акціонерний) капітал дешевше позикового – ні. В умовах вітчизняної економіки акціонерний капітал має бути дорожчим за позиковий (як і в розвинених країнах). Дане припущення підтверджується наступними міркуваннями.

По-перше, проаналізуємо фактори ризику щодо власників "першої хвилі". Дані власники набули права власності внаслідок первинних процесів роздержавлення та приватизації:

- 1) акціонери у випадку банкрутства не захищені – вимоги 5-ї черги (після виплати заборгованостей працівникам, кредиторам та обов'язкових платежів);
- 2) немає розвинутого фондового ринку

– інформація про ринкову вартість акції відсутня;

- 3) у випадку “розпорошеної” власності серед багатьох дрібних акціонерів-працівників підприємства вони не мають управлінського впливу, навіпаки – адміністрація (яка не обов’язково є власником) має важелі тиску: загроза звільнення, виплата заробітної плати (особливо за наявності заборгованості).

По-друге, проаналізуємо фактори ризику для власників “другої хвилі” приватизації, “перехопники” та ін.:

- 1) сплатили реальні гроші за право володіння;
- 2) але часто занижені ціни (значно) – оскільки зміна власників відбувалась через механізми банкрутства наприклад;
- 3) в першу чергу орієнтовані на прибутки, розширення діяльності, потім на дивіденди;
- 4) активно впливають на управління (часто самі є топ-менеджерами компанії);
- 5) залишається проблема нерозвинутого вітчизняного фондового ринку, як наслідок, переважна більшість угод укладається на неорганізованому ринку;
- 6) відсутність реального механізму виходу з бізнесу шляхом продажу акцій (або частки) підприємства на фондовому ринку або стратегічному партнеру, або менеджерам підприємства (розглядалось нами більш докладно в попередніх публікаціях з проблем венчурного інвестування в Україні):

а) в українському законодавстві немає чітко визначеної можливості купівлі-продажу акцій закритих акціонерних товариств;

б) у випадку товариств з обмеженою відповідальністю учасники викупити частку (акції) інвестора (учасника) можуть тільки за кошти, які перевищують розмір статутного фонду товариства (внаслідок складностей із доступністю позикових джерел, необхідно залучати додатково власні джерела фінансування);

в) щодо відкритого акціонерного товариства, продати бізнес можна на відкритій біржі, але для України це не реально Проблема полягає у відсутності більш-менш розвинутого фондового ринку і неможливості в зв’язку з цим визначити ринкову вартість акцій.

І, по-третє, якщо акціонерне товариство знаходиться у кризовому або передбанкротному стані, ризик зростає, здається, інвестори мають вимагати більшої компенсації. Із кредиторами зрозуміло – кредити або не надаються взагалі, або дуже дорогі під велику заставу, якщо підприємство містоформує – наприклад, під гарантію уряду. Але, з іншого боку, підприємство має розвиватись і розвивається воно переважно за рахунок власного капіталу (внутрішніх резервів), оскільки доступ до кредитних ресурсів дуже обмежений, інвесторів немає.

Таким чином, ми прийшли до висновку, що адекватне врахування вартості капіталу є необхідною умовою не лише визначення потенціалу підприємства та здійснення антикризового управління ним, але й для більш повного розуміння процесів, що відбуваються в економіці України. Запровадження системи антикризового управління має базуватись на управлінні вартістю підприємства (ринкової, як діючого підприємства).

Програма по управлінню ринковою вартістю підприємства включає заходи стратегічного та тактичного характеру. Стратегічні заходи передбачають комплексну діагностику, аналіз та оптимізацію:

- виробничо-господарської та збутової діяльності компанії;
- системи планування та управління організаційною та корпоративною структурою компанії;
- системою бюджетного, управлінського, фінансового та податкового обліків.

Тактичні заходи передбачають регулярний моніторинг, аудит та контролінг вищевказаних явищ після реалізації стратегічних заходів з метою не стільки повернення до попереднього (докризового) рівня, як забезпечення якісного стрибка системи до системи вищого порядку, принци-

пового покращення досягнутих в докризовий період результатів. Процес реалізації стратегічних та тактичних заходів повинен бути направлений на:

- сукупне збільшення сучасних та майбутніх потоків грошових коштів, потоків чистого прибутку компанії;
- скорочення виробничих та невиробничих витрат;
- на підвищення показників ефективності діяльності компанії в цілому, окремих видів діяльності, окремих структурних підрозділів, ділових одиниць.

Реалізація стратегічних заходів підвищує ефективність роботи акціонерного капіталу та збільшує генеровану компанією додану вартість, впливаючи на збільшення ринкової вартості її акцій.

Необхідність врахування вартості капіталу підводить нас до поняття економічного прибутку. Поняття економічного прибутку або підприємницького (управлінського) доходу впровадив вперше відомий англійський вчений Альфред Маршалл: "залишок від прибутку після відрахування з нього відсотків на капітал за поточним курсом (а також витрат із страхування) звичайно називають підприємницьким, або управлінським доходом" [9, с.135]. Дана концепція набула свого подальшого розвитку у працях багатьох західних науковців [10]. Подальший розвиток даної концепції пов'язаний із визначенням явних витрат (explicit costs), тобто господарських операційних витрат, які дозволяють сформувати показник бухгалтерського прибутку; та неявних витрат (implicit costs), нормального прибутку. Сума операційних та неявних витрат в теорії отримала назву економічними витратами бізнесу. За економічною суттю нормальний прибуток являє собою ціну вибору (opportunity costs) обраного виду діяльності і має відшкодовувати втрачені можливості інвестування в інші сфери діяльності. Те, що лишається після покриття економічних витрат із виручки, називається економічним прибутком або економічною рентою. Саме позитивна економічна рента є стимулом для входження нових конкурентів в галузь. І, відповідно, негативний економічний прибуток свід-

чить про надлишок капіталу в галузі, та є причиною виходу компаній із бізнесу. Показник економічного прибутку більш адекватно відображає ефективність діяльності підприємства, оскільки визначає найбільш ефективний напрямок вкладення інвестиційних ресурсів. Тоді, як показник, наприклад, конкурентної переваги фірми визначає ситуацію, коли фірма працює краще за конкурентів. Але цього не досить, слід врахувати, чи доходність даного виду діяльності, середня по даній галузі, не є достатньою.

Доцільність використання моделі економічного прибутку в системі антикризового управління обумовлюється наступними міркуваннями.

1. При розробці як програм по виходу із кризи, так і програм превентивного характеру, орієнтація на стратегію зростання вартості моделі дозволяє через порівняння доходності підприємства із альтернативними доходностями:
 - оцінити необхідність продовження діяльності за умов, що склалися, із врахуванням перспектив на майбутнє (можливо економічно доцільніше було б застосувати механізм банкрутства);
 - розробити необхідну програму антикризового управління, вирішуючи завдання: провести реорганізацію шляхом внутрішніх покращень, продати підрозділ та використати моделі аутсорингу, ліквідувати)
2. Орієнтація на ефективну роботу підприємства у довгостроковій перспективі. Якщо в майбутньому ми не очікуємо отримати віддачу на інвестовані кошти, то навіщо їх витрачати? Якщо підприємство здатне відпрацювати хоча б альтернативні витрати на капітал, то це вже означає, що воно працює не гірше інших. Але, якщо ми розраховуємо на розвиток, необхідно нарощувати економічний прибуток.
3. Якщо підприємство працює лише на те, щоби повернути поточні витрати та сплатити позики – ситуація значно складніша, але у найближчому майбутньому підприємство не стоїть перед загрозою банкрутства (на відміну від

- більш віддаленої перспективи). Можливі наслідки:
- акціонери (власники) вирішать забрати свої кошти – через перенаправлення прибутку у дивіденди, дивестиції, фіктивне банкрутство. Український фондовий ринок ще тільки розвивається, і можливості виходу із компанії шляхом продажу акцій для власників є дуже обмеженими.
 - загроза захоплення - підприємство може придбати більш ефективний власник, через механізм банкрутства, скупівлю акцій у дрібних власників на неформальному ринку із можливим використанням адміністративного тиску, технологій «чорного» PR.
4. Якщо і на це не вистачає – постає реальна загроза банкрутства: працівники підприємства, директорат (не обов'язково будучи власником) активно можуть використовувати виведення грошових потоків через дочірні підприємства, схеми із постачальниками, покупцями; через фонд заробітної плати та соціальні програми.
5. Дана модель відображує всі рішення:
- інвестиційні та операційні впливають на рентабельність інвестованого капіталу безпосередньо, дивідендні – опосередковано через грошовий потік;
 - фінансові рішення впливають на витрати на капітал.
6. Модель економічного прибутку дозволяє оцінити використання комплексних заходів як короткострокового, так і довгострокового характеру по виходу підприємства із кризи:
- управління власними оборотними засобами, грошовими коштами та поточними фінансовими потребами;
 - управління обсягами виробництва, структурою витрат на виробництво та реалізацію продукції;
 - оцінки оптимальності структури капіталу за рахунок використання власних та позикових джерел фінансування.
7. Оцінку за моделлю можна здійснювати:
- по підприємству як єдиному об'єкту оцінки;
 - за підрозділами (дочірніми підприємст-

- вами, філіалами) з метою реструктуризації;
- за видами діяльності (операційні рішення, фінансові, інвестиційні);
- за клієнтами;
- за продуктами;
- за бізнес-процесами з метою реінжиніринга.

Таким чином, криза власників є наслідком неврахування витрат на власний капітал в практиці діяльності вітчизняних підприємств, що проявляється у розривах у сприйнятті вартості фірми. На нашу думку, комплексне поєднання антикризового управління та концепції управління вартістю підприємства є необхідною передумовою пошуку можливостей вирішення проблеми кризи власників в умовах перехідної економіки України. Вирішення проблеми кризи власників має починатися із визначення ефективного власника та розуміння ним необхідності управління вартістю. Однією із моделей, що базуються на концепції управління вартістю компанії та враховує альтернативні витрати, є модель економічного прибутку. Використання моделі економічного прибутку в межах антикризового управління є адекватним, тому що підприємство в умовах кризи (та її наростання) характеризується зниженням показників економічного прибутку по роках, показник наближається до нуля або змінює свій знак на негативний. В силу об'єктивно існуючої загрози банкрутства, очікування майбутнього зростання не можуть скласти основну частину вартості компанії. Тому заходи антикризового управління оперативного і тактичного характеру, на нашу думку, найкращим чином будуть відображені саме показником економічного прибутку. Але, безперечно, у випадку планованих (прогнозованих) змін стратегічного характеру необхідно використовувати показник приведенного економічного прибутку із подальшим визначенням ринкової вартості компанії.

Література

1. Bankruptcy Yearbook // Bankruptcy-Data.com New Generation Research
2. Статистичний щорічник України за 2000 рік // під ред Осауленка О.Г.- К.: Техніка, -2001, 598с
3. Статистичний щорічник України за 2001 рік // під ред Осауленка О.Г.- К.: Техніка, -2002, 643с
5. Статистичний бюллетень станом на 1 липня 2002 р.- Київ, Держкомстат України, 2002
6. Туников В.А. Стоимостные методы в антикризисном управлении // Ресурсы предприятия и антикризисное управление: Сб. науч. Тр. / Юж-Рос гос техн ун-т -Новочеркасск: ЮРГТУ, 2001 г.- 124с.
7. Лігоненко Л.О. Антрикризове управління підприємством: теоретико-методологічні засади та практичний інструментарій. -К, 2000, 390с.
8. Ситник З. Л. Економічний механізм формування кризового середовища підприємства // Регіональна економіка.- 2000.-№1.- с.53-63,
9. Маршалл А. Принципы политической экономии т.1/ Пер с англ Р.И. Столпера, общ ред С.М. Никитина. – М: Прогресс, 1983.- 415с.
10. Коупленд Т., Коллер Тим, Муррин Джек. Стоимость компаний: оценка и управление. – 2-е изд./ Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000. – 576с.: ил.

Статья поступила в редакцию 09.01.2004

К. С.ХАРІЧКОВ, д.е.н., професор,

К. І.ТКАЧ, к.е.н.,

Інститут проблем ринку та економіко-екологічних досліджень НАН України

ПРОБЛЕМИ ФОРМУВАННЯ КОРПОРАТИВНИХ СТРУКТУР В УМОВАХ ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ

Процес акціонування великих промислових підприємств, який розпочався в Україні в умовах реалізації національної програми приватизації, у сучасній економічній літературі трактується здебільшого виходячи з тих переваг і недоліків, що обумовлені політико-економічною складовою трансформації відносин власності. Це й визначило те, що критика сформованого механізму акціонування зосереджується на двох основних напрямках. Про це свідчать праці таких економістів: Гаврилової Т., Зайцева Ю. К., Кириченка І. О., Кільмухаметова Р., Кучмаренка С., Сірка А., Прокопенка М. Д., Петренка Є. А., Федоренка В. та інших.

1. Звертається увага на те, що даний механізм об'єктивно сприяє розпаду технологічно взаємозалежних комплексів підприємств, що супроводжується, у свою чергу, розпадом сформованих між ними раніше зв'язків, припиненням функціону-

вання технологічних ланцюжків, поглибленням кризи виробництва і, навіть, зникненням частини виробничого й наукового потенціалу країни. Найчастіше про таку деградацію зв'язків і виробничих потужностей пишуть стосовно зовнішнього складового процесу руйнування виробничих зв'язків — тобто розпаду зв'язків у рамках загальносоюзної виробничої кооперації. Однак наслідки цього процесу повною мірою зазнала й вітчизняна промисловість, що не тільки постраждала від такої дезинтеграції виробництва, але й не змогла побудувати нові технологічні ланцюжки замкнених виробничих циклів. Наслідком цього стали, по-перше, збитковість значної частини промислових підприємств (у 1999 р. показник збитковості в промисловості досяг 52% [1, с. 73]), а, по-друге, наростання обсягів незадіяного у виробничому процесі устаткування.