

Л.С. СИТНИК,

Донецький національний університет

ТЕОРІЯ ІНСТИТУЦІОНАЛІЗМУ І УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ ФІРМИ

Теорія інституціоналізму розроблена на основі критичного підходу до класичної теорії і враховує особливості інституціональної структури суспільства. Необхідною умовою прийняття рішень є врахування норм, стандартів і правил, установлених конституційним, майновим і контрактним правом, системою оподаткування, бухгалтерським обліком. Основну увагу в цій теорії приділено оптимальному використанню ресурсів і одержанню фірмою додаткової вигоди від функціонування системи суспільних інститутів за допомогою вибору і укладання різних контрактів.

В Україні активно йде процес формування й удосконалення законодавчих і виконавчих інститутів державної влади, законодавчої і нормативної бази, але для створення ефективної системи потрібен час. Для повноцінного виконання всіх інституціональних функцій потрібен механізм відбору ефективних норм, заснований на таких критеріях: правова і нормативна система повинна сприяти зниженню трансакційних витрат, забезпечуючи безперешкодне виконання контрактів; надійність захисту прав власників; законодавче установлення форм і способів взаємодії контрагентів за високими трансакційними витратами.

Інша група концепцій інституціоналізму націлена на вивчення організаційних структур і економічних відносин усередині фірми, у яких беруть участь економічні агенти на контрактній основі. Відповідно до такого підходу фірма – це "мережа контрактів". Ціль – вибір оптимальної контрактної форми, що забезпечує максимальну економію по трансакційних витратах. Основоположником трансакційного підходу по праву вважається лауреат Нобелівської премії Р. Коуз, автор статті "Природа фірми" (1937), однак хронологічно першою

була концепція Ф. Найта в книзі "Ризик і невизначеність" (1921). Критерій економії по трансакційних витратах знайшов широке застосування при прийнятті рішень про вибір оптимальної організаційної форми підприємства і його фінансової структури (створенні холдингів, груп і інших корпоративних структур).

Неокласична теорія представила фірму як організацію, що має метою максимізацію прибутку. Цілі, сформульовані іншими теоріями (зниження трансакційних витрат, положення на ринку), вважалося, можна звести до прибутку.

Переворот у теорії фірми відбувся після опублікування роботи Г. Саймона "Теорія прийняття рішень в економічній теорії і науці про поведінку" (1959). Ідея Г. Саймона "задоволення проти максимізації" стала основною метою в бізнесі. Поняття мети фірми як досягнення задоволення інтересів власників з розвитком фондового ринку придбала більш конкретний вид і формулюється як максимізація ціни акцій чи ціни фірми.

В основі концепції керування вартістю лежить основний принцип теорії фінансів, що вартість фірми визначається грошовими потоками, які вона зможе генерувати в майбутньому, дисконтованими за ставкою прибутковості, що враховує сукупні ризики всіх активів фірми. Уперше методика аналізу дисконтованих грошових потоків була розроблена Дж. Ульямсом у роботі "Теорія вартості інвестицій" (1938), а М. Гордон у шістдесяті роки вперше застосував цей метод у керуванні фінансами корпорацій для моделювання ціни власного капіталу. Важливу роль у формуванні даної концепції зіграла робота Дж. Хикса "Вартість і капітал" (1939).

Концепція орієнтації управлінських рішень на збільшення вартості фірми є напрямком економічної теорії, що динамічно розвивається на стику стратегічного й операційного менеджменту, корпоративних фінансів і організаційної психології.

Поряд з виданнями американських авторів – Блока С.Б., Ван Хорна Дж. К., Коупленда Т., Муррина Дж., Поукока М.А., Стоуна Д., Хітчинга К. – заслуговують на увагу дослідження французьких економістів (Коласс Б., Менар К., Перар Ж., Ру Д., Сулье Д.).

В останні роки за кордоном було розроблено ряд методів визначення вартості підприємства, заснованих на встановленні зв'язку між минулими й очікуваними майбутніми грошовими потоками, з одного боку, і ринковою вартістю всієї компанії в цілому, а також відносним рівнем цін на її звичайні акції, з іншого боку. Такий підхід, названий *вартісним менеджментом* [1], використовується різними консультаційними фірмами, які виявляють взаємозв'язок між діями менеджерів та вартістю акціонерного капіталу.

Головна мета менеджерів будь-якої компанії - прийняття таких рішень в сфері фінансової, інвестиційної і виробничої діяльності, які згодом приведуть до зростання вартості акціонерного капіталу.

Комбінація інвестиційних і виробничих рішень створює грошовий потік від виробничої діяльності після сплати податків, а фінансові рішення впливають на структуру капіталу компанії і зміну середньозваженої вартості її капіталу.

Очікувана інвестором прибутковість може застосовуватися як ставка для дисконтування грошових потоків від виробничої діяльності або вільних грошових потоків. У той же час життєві цикли товарів, конкуренція і багато інших чинників вплинуть на розмір і динаміку грошових потоків від операційної діяльності. Ринок капіталу буде впливати на сподівання інвестора щодо прибутковості.

З іншого боку, інвестиційну вартість акціонерного капіталу можна розглядати і як результат впливу комбінації грошових дивідендів і доходу від збільшення власного капіталу з погляду акціонера. Однак цю альтернативну точку зору не можна розглядати у відриві від основних рушійних сил бізнесу, від грошових потоків, тому що позитивна величина грошових потоків дозволить компанії, у першу чергу, виплачувати дивіденди, а також стимулює зростання ринкової ціни акції, дозволяючи інвестору одержувати дохід від приросту власного капіталу.

Свій внесок у розробку питань аналізу та управління грошовими потоками зробили вітчизняні економісти: Мних Є.В., Бланк І.О., Голов С.Ф., Литвин Б.М., Нусінов В.Я., Суторміна В.М., Рязанова Н.С., Шкарабан С.І., Федосов В.М.

Фінансова звітність підприємств є головним джерелом інформації для інвесторів, аналітиків, управлінців. Практика свідчить про можливість маніпулювання фінансовою звітністю і у розвинених країнах за кордоном, і в нашій країні. Різниця у різноспрямованості векторів викривлення показників прибутку. Показовим прикладом є банкрутство відомої у США енергетичної компанії "Енрон". За останні 15 років капітали "Енрону" зросли у 35 разів. У 2000 році оборот становив \$101 млрд., доходи зросли майже вдвічі, а капіталізація дорівнювала \$63 млрд. Коли компанія подала заяву про банкрутство за ст. 11 Кодексу про банкрутство ("Реорганізація"), її активи дорівнювали майже \$50 млрд., а пасиви перевищували \$31 млрд. [2]. Як могло статися, що така надприбуткова компанія за півроку стала банкрутом? Аудиторська перевірка компанії визнала, що у неї було приховано борги і завищено показники прибутку з 1997 по 2000 рік, що сприяло штучному зростанню цін на акції. Компанія залежала від кредитного фінансування. Зростання оплачувалося за рахунок позикових коштів банків і запозичень на ринку цінних паперів. Для

збереження кредитного рейтингу борги приховували у спеціально створених дочірніх компаніях.

Протилежна ситуація в Україні. Навіть у період економічного зростання спостерігається велика кількість збиткових підприємств, низький рівень рентабельності більшості галузей виробництва, поглиблення платіжної кризи.

Фондовий ринок не сприяє залученню в економіку інвестиційних ресурсів і обслуговує процес перерозподілу власності, що продовжується. Цей процес ще не завершено, і ефективного власника на більшості приватизованих підприємств немає. З 316 підприємств Донецької області, за якими впродовж 9 місяців 2000 р. прийняті рішення про банкрутство, лише 13 – державної власності [3]. За перше півріччя 2002 р. в області одержано від'ємний фінансовий результат. За січень-серпень 2002 р. додатковий фінансовий результат склав 168,8 млн. грн., що удесятеро менш, ніж рік тому. У промисловості питома вага збиткових підприємств досягла 56% [3].

Уявлення про підприємства, що вони є збитковими, є значною мірою бухгалтерською фікцією, яка впливає з особливостей системи обліку та адміністративного регулювання цін. Підприємство може мати завиальовані доходи, котрі задовольняють соціальні інтереси усіх задіяних у виробництві груп: директорат, посередників, певною мірою - і працівників. Це має ряд негативних рис: непрозорість інформації для інвесторів, акціонерів, бюджету; порушення принципу транспарентності.

Основна мета аналізу грошових потоків полягає у виявленні причин дефіциту (надлишку) коштів і у визначенні джерел їхнього надходження і напрямків витрати для контролю за поточною платоспроможністю підприємства. На основі даних бухгалтерського балансу і звіту про рух коштів проводять традиційний аналіз фінансового стану підприємства і встановлюють шляхом розрахунку спеціальних коефіцієнтів: ступінь фінансування поточної

й інвестиційної діяльності за рахунок власних джерел; ступінь автономності, дивідендну політику, фінансову еластичність (здатність створювати чистий приплив коштів), платоспроможність. Така оцінка не дає достовірного прогнозу на майбутнє і більш важлива для підприємства, що ліквідується, і при виявленні здатності погасити в стислий термін боргові зобов'язання перед кредиторами.

Для діючого підприємства пріоритетне значення має відображення у фінансових коефіцієнтах динаміки руху потоку коштів. В умовах нестабільності і неплатежів важливе значення для будь-якого підприємства мають коефіцієнти ліквідності абсолютної, поточної (проміжної), загальної. Оптимальне значення коефіцієнта загальної ліквідності знаходиться в межах від 2,0 до 2,5. У деяких джерелах вказується, що цей коефіцієнт повинен знаходитись у межах від 1 до 3. Нижня межа обумовлена тим, що оборотних активів повинно бути достатньо для погашення короткострокових зобов'язань, інакше підприємство постане перед загрозою банкрутства. Перевищення оборотних засобів над короткостроковими зобов'язаннями більш, ніж у 3 рази також є небажаним, оскільки свідчитиме про нераціональну структуру капіталу.

Коефіцієнт загальної ліквідності не є абсолютним показником спроможності підприємства повернути борги, оскільки він характеризує наявність оборотних активів, але не їх якість.

Теоретичне значення коефіцієнта поточної (проміжної) ліквідності повинно бути не меншим 0,7-0,8. Відповідно до міжнародних стандартів його значення повинно бути більшим від 1. Коефіцієнт абсолютної ліквідності показує, яка частина поточних зобов'язань може бути погашена негайно, тобто наскільки короткострокові зобов'язання можуть бути негайно погашені високоліквідними коштами. Теоретичне значення цього показника становить від 0,2 до 0,35.

Для прогнозування результатів діяльності підприємства за майбутнім до-

ходом в практиці використовуються два основних методи: метод капіталізації доходу і метод дисконтування чистих грошових потоків. У теорії оцінки майна під капіталізацією розуміється процес перерахування доходів у показник ринкової вартості об'єкту шляхом ділення чистих доходів на ставку капіталізації.

Дана ставка береться з урахуванням ситуації на ринку нерухомості і ризику, з яким сполучена діяльність оцінюваного підприємства. Метод капіталізації доходу застосовується у тому випадку, коли майбутні доходи будуть дорівнювати поточним або темпи їхнього зростання передбачувані і підприємство буде стабільно функціонувати тривалий час.

| | | |
|--------------------------------------|----------|---|
| Чистий дохід у формі прибутку | + | Нараховані знос і амортизація основного капіталу |
|--------------------------------------|----------|---|

Якщо чистий дохід змінюється щорічно, то для його оцінки доцільно використовувати метод дисконтування грошових доходів.

Емпіричні дані, отримані закордонними експертами, свідчать про наявність стійкої залежності між дисконтованим грошовим потоком і ринковою вартістю компанії, коефіцієнт кореляції складає 0,78 [4]. Бухгалтерські прибутки погано співвідносяться з ринковою вартістю. Кореляція між коефіцієнтом ціна/прибуток і зростанням прибутку в розрахунку на одну акцію показало, що коефіцієнт складає всього 0,088.

Процедура методики прогнозування грошового потоку виконується по підперіодам у такій послідовності: прогнозування надходжень і впливу коштів, розрахунок чистого грошового потоку (надлишок чи нестача), визначення сукупної потреби у короткостроковому фінансуванні.

Зміст першого етапу полягає в тому, щоб розрахувати обсяг можливих грошових надходжень. Основним джерелом надход-

В аналізі підприємства у кризовій ситуації і визначенні оптимальної антикризової стратегії застосування методу прямої капіталізації можна вважати некоректним, тому що зміни в операційній, інвестиційній і фінансовій сферах діяльності підприємства обумовлюють нерівномірність потоків доходу у часі.

Для підприємств, які мають значні позаоборотні активи і залучають кредити банків і використовують кошти для збільшення чистого оборотного капіталу, зручніше використовувати показник чистих грошових надходжень (потоків). Грошовий потік для власного капіталу розраховується на основі чистого прибутку і включає наступні компоненти:

| | | | |
|----------|---|----------|--|
| + | Збільшення довгострокової заборгованості | - | Приріст чистого оборотного капіталу |
|----------|---|----------|--|

ження коштів є реалізація товарів, яка підрозділяється на продаж товарів за готівку та у кредит. На практиці більшість підприємств відстежує середній період часу, що потрібно покупцям для того, щоб оплатити рахунки. Виходячи з цього можна розрахувати, яка частина виторгу за реалізовану продукцію надійде у тому ж підперіоді, а яка в наступному. Далі за допомогою балансового методу ланцюговим способом розраховують грошові надходження і зміну дебіторської заборгованості. Базове балансове рівняння має вид

$$ДЗ_n + ВР = ДЗ_k + ГП,$$

де $ДЗ_n$ – дебіторська заборгованість за товари і послуги на початок підперіоду;

$ДЗ_k$ – дебіторська заборгованість за товари і послуги на кінець підперіоду;

$ВР$ – виторг від реалізації за підперіод;

$ГП$ – грошові надходження в даному підперіоді.

Більш точний розрахунок припускає класифікацію дебіторської заборгованості по термінах її погашення. Така класифікація може бути виконана шляхом збирання статистики та аналізу фактичних

даних про погашення дебіторської заборгованості за попередні підперіоди. Аналіз рекомендується робити по місяцях. При наявності інших істотних джерел надходження коштів (інша реалізація, позареалізаційні операції) їх прогнозна оцінка виконується методом прямого рахунку; отримана сума додається до суми грошових надходжень від реалізації за даний період.

На другому етапі розраховується вплив коштів. Основним його складовим елементом є погашення кредиторської заборгованості. Вважається, що підприємство має додаткове джерело короткострокового фінансування у вигляді відстроченої кредиторської заборгованості, а також заробітної плати персоналу, адміністративні та інші постійні і перемінні витрати, капітальні вкладення, виплати податків, відсотків, дивідендів.

У країнах з розвинутою ринковою економікою існують різні системи оплати товарів, зокрема розмір оплати диференціюється в залежності від періоду, протягом якого зроблено платіж. У результаті відстрочена кредиторська заборгованість стає досить дорогим джерелом фінансування, оскільки втрачається частина наданої постачальником знижки. Існує дійова система, при якій адміністрації не вигідно затримувати заробітну плату працівникам, тому що на її розмір нараховується щоденний відсоток.

Третій етап є логічним продовженням двох попередніх: шляхом зіставлення прогнозованих грошових надходжень і виплат розраховується чистий грошовий потік.

На четвертому етапі розраховується сукупна потреба у короткостроковому фінансуванні. Зміст етапу полягає у визначенні по кожному періоду розміру короткострокової банківської позички, необхідної для забезпечення прогнозованого грошового потоку. При розрахунку рекомендується брати до уваги бажаний мінімум коштів на розрахунковому рахунку, який доцільно мати як страховий запас, а також для можливих не прогнозованих заздалегідь вигідних інвестицій.

Для того щоб вчасно оплачувати рахунки постачальників, підприємство повинно визначати оптимальний рівень коштів відповідно до його абсолютної ліквідності. Її підтримка зв'язана з деякими витратами, точний розрахунок яких у принципі неможливий. Тому за ціну підтримки необхідного рівня ліквідності приймають можливий дохід від інвестування середнього залишку коштів у державні цінні папери. Підставою такого рішення є передумова, що державні цінні папери безризикові і, відповідно, надійні. Таким чином, кошти і подібні цінні папери відносяться до класу активів з однаковим ступенем ризику, отже, дохід (витрати) по них є порівняним. Тоді виникає задача – визначити розмір запасу коштів виходячи з того, щоб ціна ліквідності не перевищила маржинального процентного доходу по державних цінних паперах.

Таким чином, підсистема планування та аналізу грошових потоків забезпечує платоспроможність підприємства і дуже важлива для попередження критичних ситуацій, що загрожують банкрутством.

Раціональне управління грошовими потоками приводить до підвищення рівня фінансової гнучкості підприємства, що виражається в: поліпшенні оперативного управління і збалансованості надходження і витрати коштів; зростанні обсягу продажів і мінімізації витрат на реалізацію продукції за рахунок оперативного маневрування ресурсами фірми; поліпшенні маневрування позиковими засобами, що характеризується зниженням витрат на процентні платежі по боргових зобов'язаннях; підвищенні ліквідності балансу підприємства; можливості вивільнення грошових ресурсів для інвестування їх у більш доходні об'єкти ("зони зростання") при відносно невисоких витратах на обслуговування боргу; поліпшенні умов переговорів з постачальниками і кредиторами; створенні надійної бази для оцінки ефективності роботи структурних підрозділів підприємства (особливо при аналізі грошових потоків по видах діяльності).

Список літератури

1. Helfert E.A. Techniques of Financial Analysis. - IRWIN, 1994.
2. Милейко Я., Поплюйко А. Крах "Енрону": причини і наслідки // Цінні папери України. - 2002. - №8. - С. 8-9.
3. Мониторинг соціального і економічного розвитку Донецької області: 9

Н.О. ПАНАСЮК,

Харківський державний економічний університет

АКЦІОНЕРНА ВЛАСНІСТЬ ТА СОЦІАЛЬНІ КОРПОРАТИВНІ ВІДНОСИНИ ЯК ОДИН З ОСНОВНИХ АСПЕКТІВ ІНСТИТУЦІОНАЛЬНИХ ЗМІН

Інституціональні зміни – безперервний процес кількісно-якісних і сутнісних змін та перетворень різних соціальних та економічних інститутів. Найглибші зміни соціально-економічних інститутів (конкуренції, корпорацій, держави профспілок тощо) відбуваються під час радикальних економічних реформ, зокрема трансформації економічної системи, що базується на адміністративно-командних методах управління економікою, в економічну систему, основою якої є ринкові важелі саморегулювання економіки або оптимальне поєднання ринкових та державних важелів, тобто регульована ринкова економіка, що зараз і відбувається на Україні. В процесі радикальних економічних реформ здійснюються не лише кількісно-якісні перетворення відповідних інститутів, а й сутнісні зміни. До таких інституціональних змін відносять перетворення державного типу власності на недержавну (в т.ч. приватний та колективний типи); державних підприємств – на акціонерні, спільні, приватні; державних цін – на ринкові; державних фінансово-кредитних інститутів – на приватні та колективні, комерційні тощо. Якщо йдеться про цілісну систему продуктивних сил в єдності матеріально-речових і особистісних факторів виробництва, то

місяцев 2002 г. / Госкомстат України, Донецьке областне управління статистики. - Донецьк. - 2002. - 19 с.

4. Реструктуризация предприятий на основе оценки их рыночной стоимости. – М.: Ин-т профессиональной оценки, Финансовая академия при правительстве РФ, Академия менеджмента и рынка, 1997. – 233 с.

вирішальний вплив на інституціональні зміни має основна продуктивна сила – людина. Тому не випадково наприкінці 90-х ХХ ст. виник новий різновид інституціоналізму – неоінституціоналізм, який основою економічного розвитку в постіндустріальному суспільстві вважає людину, а метою економічної системи – всебічний розвиток людини. Представники неоінституціоналізму, на відміну від традиційного (які досліджували здебільшого роль колективних інститутів – профспілок, корпорацій, держави), вивчають передусім діяльність і поведінку окремого індивіда. Проте людина є не лише елементом продуктивних сил (цю сторону її діяльності відображає людина-працівник), а й суб'єктом економічних, передусім виробничих відносин (відносин економічної власності). Цю сторону людської діяльності відображає людина-власник. Єдність та боротьба суперечливих сторін людини-працівника і людини-власника у процесі розвитку людської цивілізації розкривається в дії закону єдності праці та власності, а боротьба цих суперечливих сторін людини – в роз'єднанні, відокремленні праці та власності. Така єдність на певних етапах еволюції в окремих соціально-