

О. О. Терещенко, С. В. Павловський**УДОСКОНАЛЕННЯ ФІНАНСОВОГО МЕХАНІЗМУ
АНТИКРИЗОВОГО УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ**

У статті розглянуто особливості фінансової кризи в корпоративному секторі економіки України, а також визначено специфічні мотивації окремих агентів, залучених до антикризового управління. З'ясовано, що формалізований у вітчизняній теорії і практиці механізм фінансового оздоровлення підприємств є здебільшого декларативним і не адаптованим до нагальних викликів фінансової кризи. Мета статті — дослідження ключових генераторів фінансової кризи в корпоративному секторі економіки України та обґрунтування напрямів удосконалення фінансового механізму антикризового управління підприємствами. Внутрішні механізми мобілізації антикризових резервів на підприємстві досліджено під кутом зору агентської теорії (відносин “принципал — агент”). Визначено ланцюжок генераторів інноваційних змін: загострення кризи; перманентні конфлікти із зовнішнім та внутрішнім середовищем; суттєве погіршення матеріального та соціально-психологічного становища агентів, відповідальних за прийняття рішень; відсутність у агентів реальних альтернативних можливостей зайнятості чи (та) дохідності; наявність реальних шансів щодо зміни ситуації на краще у разі реалізації інноваційних проєктів. Доведено, що за фінансової кризи з'являється коротке “вікно можливостей” у результаті короточасного збігу цільових орієнтирів підприємства, його власників і менеджменту всіх рівнів (принципалів та агентів). Цю ситуацію можна охарактеризувати як “точку мінімізації внутрішніх конфліктів “принципал — агент” та активізації інноваційних змін”. Наявність об'єднавчої для принципалів й агентів ідеї та інструментарію її реалізації є необхідною умовою впровадження інноваційних змін, спрямованих на подолання кризи. Досліджено спектр інтересів кредиторів, котрі впливають на їхні рішення щодо участі у фінансуванні антикризових заходів. Проведено критичний аналіз законопроекту “Про фінансову реструктуризацію” та визначено його переваги й недоліки. Запропоновано напрями вдосконалення фінансового механізму антикризового управління.

Ключові слова: фінансова криза, фінансовий механізм, фінансова реструктуризація, санація підприємств, фінансові ризики.

Рис. 1. Табл. 1. Літ. 8.

О. А. Терещенко, С. В. Павловський**УСОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ФИНАНСОВОГО МЕХАНИЗМА
АНТИКРИЗИСНОГО УПРАВЛЕНИЯ ПРЕДПРИЯТИЕМ**

В статье рассмотрены особенности финансового кризиса в корпоративном секторе экономики Украины, а также определены специфические мотивации отдельных агентов, привлеченных к антикризисному управлению. Выяснено, что формализованный в отечественной теории и практике механизм финансового оздоровления предприятий является преимущественно декларативным и не адаптированным к актуальным вызовам финансового кризиса. Цель статьи – исследование ключевых генераторов финансового кризиса в корпоративном секторе экономики Украины и обоснование направлений усовершенствования финансового механизма антикризисного управления предприятиями. Внутренние механизмы мобилизации антикризисных резервов на предприятии исследованы с точки зрения агентской теории (отношений “принципал – агент”). Определена цепочка генераторов инновационных изменений: обострение кризиса; перманентные конфликты с внешней и внутренней средой; существенное ухудшение материального и социально-психологического состояния агентов, ответственных за принятие ре-

© Терещенко О. О., Павловський С. В., 2016

шений; отсутствие у агентов реальных альтернативных возможностей занятости или (и) доходности; наличие реальных шансов для изменения ситуации в лучшую сторону в случае реализации инновационных проектов. Доказано, что в условиях финансового кризиса появляется короткое “окно возможностей” в результате кратковременного совпадения целевых ориентиров предприятия, его владельцев и менеджмента всех уровней (принципалов и агентов). Эту ситуацию можно охарактеризовать как “точку минимизации внутренних конфликтов “принципал — агент” и активизации инновационных изменений”. Наличие объединяющей для принципалов и агентов идеи и инструментария ее реализации является необходимым условием для внедрения инновационных изменений, направленных на преодоление кризиса. Исследован спектр интересов кредиторов, влияющих на их решение об участии в финансировании антикризисных мер. Проведен критический анализ законопроекта “О финансовой реструктуризации” и определены его преимущества и недостатки. Предложены направления усовершенствования финансового механизма антикризисного управления.

Ключевые слова: финансовый кризис, финансовый механизм, финансовая реструктуризация, санация предприятий, финансовые риски.

Oleh Tereshhenko, Sergij Pavlovskiy

IMPROVING FINANCIAL MECHANISM OF CRISIS MANAGEMENT

The article discusses the features of the financial crisis in the corporate sector of Ukraine, as well as the specific motivations of individual agents involved in crisis management. It is found that the financial rehabilitation mechanism for enterprises formalized in the domestic theory and practice is mostly declarative and not tailored to the immediate challenges of the financial crisis. The article aims to study the key generators of the financial crisis in the Ukraine's corporate sector and show the areas of improving the financial mechanism of crisis management of enterprises. Internal mechanisms for mobilizing anti-crisis reserves of the enterprise are studied based on the assumptions of the agency theory (relations “principal - agent”). The paper defines generators of innovative changes: aggravation of the crisis; permanent conflicts between external and internal environment; significant deterioration of the material base and social and psychological state of agents responsible for the decision-making; agents' not having alternative employment opportunities; real chances to change the situation for the better in implementing innovative projects. It is proved that during the financial crisis there is a short “window of opportunity” as a result of short-term convergence of targets of the company, its owners and management at all levels (principals and agents). This situation can be described as a “point of minimizing internal conflicts” principal-agent “accelerating innovative changes”. Ideas common to principal and agents and instruments of their implementation are prerequisites for innovative changes aimed at overcoming the crisis. The paper examines a range of creditors' interests that affect their decision on financing anti-crisis measures. The author gives a critical view of the draft law “On financial restructuring”, defines its advantages and disadvantages, and proposes the ways of improving the financial mechanism of crisis management.

Keywords: financial crisis, financial mechanism, financial restructuring, rehabilitation of enterprises, financial risks.

JEL classification: D21, D81, G30, G34.

Досить часто криза на мікрорівні тісно пов'язана з макроекономічними чинниками. Відтак, кожен випадок фінансової кризи потребує детального дослідження її макро- та мікроекономічних чинників і обґрунтування рекомендацій щодо їх нейтралізації. Нинішня фінансова криза в Україні відрізняється від попередніх та зафіксованих у інших країнах, оскільки є наслідком сукупності несприятливих для бізнесу факторів:

— інфляційні та курсові ризики (шоки), зумовлені високим і непрогнозованим рівнем інфляції;

- високі процентні ставки та значні витрати на капітал через низькі кредитні рейтинги країни;
- введення тимчасової адміністрації та ліквідація великої кількості банків, що зумовило фінансові проблеми у клієнтів банків — представників корпоративного сектору;
- ризики корупції та недієздатність антимонопольного законодавства;
- нестабільність, зумовлена конфліктом із Російською Федерацією, а відповідно, торговельними й транзитними обмеженнями;
- глобальна криза та висока цінова волатильність на сировинних ринках;
- низька ліквідність і функціональна неспроможність вітчизняного фондового ринку;
- низький рівень корпоративного управління в бізнесі.

Синтезованим утіленням названих чинників є низький рівень інвестиційної привабливості як економіки України в цілому, так і окремих суб'єктів господарювання, що утворюють корпоративний сектор. Через хронічний дефіцит інвестицій спостерігаються високий рівень витрат на капітал, недофінансування підприємств, їх фінансова криза та банкрутство. Формалізований у вітчизняній теорії і практиці механізм фінансового оздоровлення підприємств виявився неготовим до викликів фінансової кризи, а отже, потребує серйозного реформування.

Механізми антикризового управління фінансами підприємств досліджуються у працях вітчизняних та зарубіжних економістів (наприклад, В. Пауль [1], О. Островська [2], Л. Лігоненко [3], Л. Костирко [4]). Водночас виконання завдань, що покладаються на фінансові служби у період фінансової кризи, ускладнюється низкою обставин. Відтак, діяльність фінансового блоку в цей період має особливості, котрі, однак, у науково-практичних джерелах вивчені не повною мірою. Не потребує доведення та обставина, що кожен випадок кризи вимагає індивідуальних рецептів щодо її подолання. Проведені раніше дослідження ґрунтувалися на зовсім інших рамкових умовах та чинниках, тому їх результати лише частково можуть бути використані для ліквідації актуальної фінансової кризи. Постійного реформування потребують також нормативно-правові акти, що регламентують процеси фінансової санації підприємств. У зв'язку з цим метою статті є визначення ключових генераторів фінансової кризи в корпоративному секторі економіки України та обґрунтування напрямів удосконалення фінансового механізму антикризового управління підприємствами.

Досить часто можна почути справедливую тезу, що за фінансової кризи у багатьох підприємств відкриваються нові можливості радикального покращання фінансово-економічної діяльності. Дослідимо це питання під кутом зору агентської теорії (відносин “принципал — агент”). Однією з ключових причин ухвалення неефективних рішень на підприємствах є конфлікт цілей

унаслідок суб'єктивних преференцій учасників фінансових відносин та особливостей договорів між ними [5]. Відмінність цілей принципалів та агентів впливає з природних прагнень окремих індивідів, відповідальних за прийняття рішень, до максимізації власної вигоди (у т. ч. за рахунок інших учасників відносин). У разі відокремлення функції власності від управління конфлікти (переважно приховані) виникають між власниками (як принципами) і менеджментом (як агентами). Власники (інвестори) наділяють менеджмент ресурсами й повноваженнями для реалізації цілей, під які засновано підприємство. Здебільшого це максимізація акціонерної вартості (shareholder value). Водночас інтерес менеджменту полягає в максимізації власної вигоди, що можна забезпечити двома шляхами: покращивши результативність компанії або перерозподіливши на власну користь ресурси та результати діяльності підприємства [6]. Останній спосіб імовірний через об'єктивну наявність інформаційної асиметрії, зумовлює прийняття неефективних рішень, що зрештою призводить до фінансової кризи. Аналогічно менеджери лінійних підрозділів прагнуть отримати максимум ресурсів на вході та витратити мінімум зусиль на виході. Центральний апарат управління стикається з проблемою інформаційної асиметрії, дилемою при розподілі обмежених ресурсів між окремими секторами й низькою ефективністю їх використання в результаті дивергенції цільових орієнтирів різних рівнів менеджменту.

Криза може бути переломним моментом у діяльності компанії, однак лише за умови потужних мотивацій та психологічних стимулів у агентів, відповідальних за прийняття рішень (менеджменту всіх рівнів). У разі повільної стагнації підприємства без серйозних наслідків для носіїв управлінських рішень, за наявності (хоча б мінімальних) резервів для перерозподілу, шанси для впровадження інноваційних змін мізерні. Поштовхом до інновацій зазвичай є загострення внутрішніх або (та) зовнішніх конфліктів, а також істотне погіршення фінансового стану агентів. Як відомо, конфліктні ситуації породжують стрес, що, на наш погляд, є важливим психологічним стимулом до змін. Таким чином, ланцюжок генераторів інноваційних змін на підприємстві включає:

- загострення кризи;
- перманентні конфлікти із зовнішнім і внутрішнім середовищем, що породжують стресові ситуації на рівні власників та менеджменту;
- суттєве погіршення матеріального та соціально-психологічного становища агентів, відповідальних за прийняття рішень;
- відсутність у агентів реальних альтернативних можливостей зайнятості чи (та) дохідності;
- наявність реальних шансів щодо зміни ситуації на краще за умови реалізації інноваційних проектів.

У разі загострення кризи резерви для прихованого перерозподілу виявляються вичерпаними. Агенти можуть досягти своїх справжніх преференцій,

лише покращивши діяльність підприємства. Відтак, вони вимушені активізувати діяльність і приймати рішення саме в інтересах підприємства. Загалом виникає майже ідеальна ситуація узгодження цілей принципала та агента. Відповідно, мінімізуються внутрішні конфлікти “принципал – агент”. Отже, за фінансової кризи у підприємства з’являється коротке “вікно можливостей” у результаті нетривалого збігу цільових орієнтирів підприємства, його власників та менеджменту всіх рівнів (принципалів і агентів). У цей період носії фінансово-економічних рішень максимально відкриті до змін, запровадження інноваційних технологій, підтримки ініціатив із боку персоналу. Принципали готові до прийняття кардинальних рішень, насамперед у кадровій та інноваційній сферах. Як наслідок, виникають шанси для отримання додаткових компетенцій і ресурсів у найбільш кваліфікованої та ініціативної частини персоналу. Описану ситуацію можна охарактеризувати як “точку мінімізації внутрішніх конфліктів “принципал — агент” та активізації інноваційних змін”. На наш погляд, її важливими психологічними генераторами, поряд із кризою, є фінансово-економічний стрес і реальні шанси виправити ситуацію. Наявність об’єднавчої для принципала та агентів ідеї й інструментарію її досягнення — необхідна умова впровадження інноваційних змін, спрямованих на подолання кризи. Для багатьох учасників відносин “принципал — агент” подолання фінансової кризи означатиме створення резервів для прихованого перерозподілу.

На нашу думку, перебування підприємства у гіпотетичній точці мінімізації внутрішніх конфліктів “принципал — агент” має бути сигналом для капіталодавців щодо фінансування відповідних антикризових проектів. Питання, однак, полягає в ідентифікації такої точки та донесенні інформації про неї до потенційних капіталодавців. Можна припустити, що точка мінімізації внутрішніх конфліктів збігатиметься з точкою мінімізації вартості компанії — гіпотетичною “точкою досягнення дна”. Як відомо, після останньої настає період зростання або мають бути задіяні механізми ліквідації.

На вирішення завдання ідентифікації “точки дна” та реалізації механізмів зростання має спрямовуватися механізм антикризового управління як сукупність методів, важелів, інструментів та інституційних умов, котрі оптимізують процес розроблення та виконання фінансових рішень. Іншими словами, антикризовий фінансовий механізм включає порядок (черговість дій), інструментарій (антикризові заходи), методи, нормативно-правове та інформаційне забезпечення, що мають бути застосовані у процесі подолання кризи. Критеріями оптимізації такого механізму повинен бути обсяг залучених ресурсів на реалізацію антикризових заходів, з одного боку, та максимізація показників ефективності антикризового управління – з другого. Тактичне завдання антикризового менеджменту за цих обставин полягає в наведенні

переконливих аргументів потенційним капіталодавцям стосовно того, що “точка дна” досягнута і далі розпочнеться зростання.

Необхідність удосконалення фінансового механізму антикризового управління, зокрема нормативно-правового, методичного та інструментального забезпечення фінансового оздоровлення підприємств, зумовлена такими обставинами:

- кількість випадків прийняття позитивних рішень щодо санації (як у межах процедури банкрутства, так і до її порушення) є надзвичайно малою, попри стабільну тенденцію до зростання числа фінансово неспроможних підприємств;

- відсутність стимулів і для кредиторів, і для інвесторів щодо їхньої участі у прямому (чи опосередкованому) фінансуванні антикризових заходів;

- не вирішеність конфліктів інтересів між зацікавленими сторонами, що призводить до негативних рішень стосовно фінансового оздоровлення;

- надзвичайно низький рівень кваліфікації менеджменту санації (у т. ч. керуючих санацією), котрі переважно обслуговують окремі групи інтересів і перерозподіляють обмежені ресурси на власну користь;

- постійне збільшення кількості непрацюючих (проблемних) кредитів у банківській системі України.

Можна стверджувати, що рішення стосовно санації підприємств залежить від вирішення ключового питання, чи є можливість залучити кошти. Більшість методів та інструментів санації так чи інакше спрямовані на залучення фінансових ресурсів. Ідеться як про безпосередні схеми фінансування, так і про опосередковану участь у санації (реструктуризація чи списання заборгованості). Значна кількість елементів антикризового фінансового механізму має на меті стимулювання та створення умов для капіталодавців щодо їхньої участі у фінансуванні неспроможних підприємств. Серед імовірних джерел фінансування антикризових проектів слід розглядати кошти власників (або потенційних інвесторів) чи різних кредиторів. Водночас аналіз законодавчих актів із питань банкрутства та оподаткування підприємств вказує на відсутність у останніх ефективних інструментів мотивації капіталодавців щодо участі в санації суб'єктів господарювання. У разі такої участі, крім підвищених ризиків, інвестори та кредитори стикаються з необхідністю збільшення об'єктів оподаткування, резервів тощо. Невирішеним також залишається питання конфліктів інтересів і захисту майнових прав капіталодавців. Слід підкреслити, що поряд із мінімізацією внутрішніх конфліктів “принципал — агент”, умовою залучення зовнішнього фінансування є розв'язання конфліктів підприємства із зовнішнім середовищем (корпоративних конфліктів, конфліктів із кредиторами та державними органами).

Дослідимо спектр інтересів кредиторів, котрі впливають на їхні рішення щодо участі у фінансуванні антикризових заходів. Такі рішення залежать

від багатьох факторів, зокрема розміру очікуваних збитків у разі негайної ліквідації боржника та його санації; додаткових санаційних ризиків; очікуваних вигід за умови успішного завершення санації; економіко-правових (у т. ч. податкових) обмежень і наслідків участі в санації; широкого спектра мотивацій окремих груп кредиторів. У процесі прийняття рішення про подальшу долю боржника групами кредиторів між ними й підприємством (власниками, менеджментом) виникає конфлікт інтересів, який перешкоджає узгодженню концепції антикризового управління. Наслідки впливу застосування певних інструментів фінансової участі кредиторів у санації боржника на його фінансово-господарську діяльність узагальнено в таблиці.

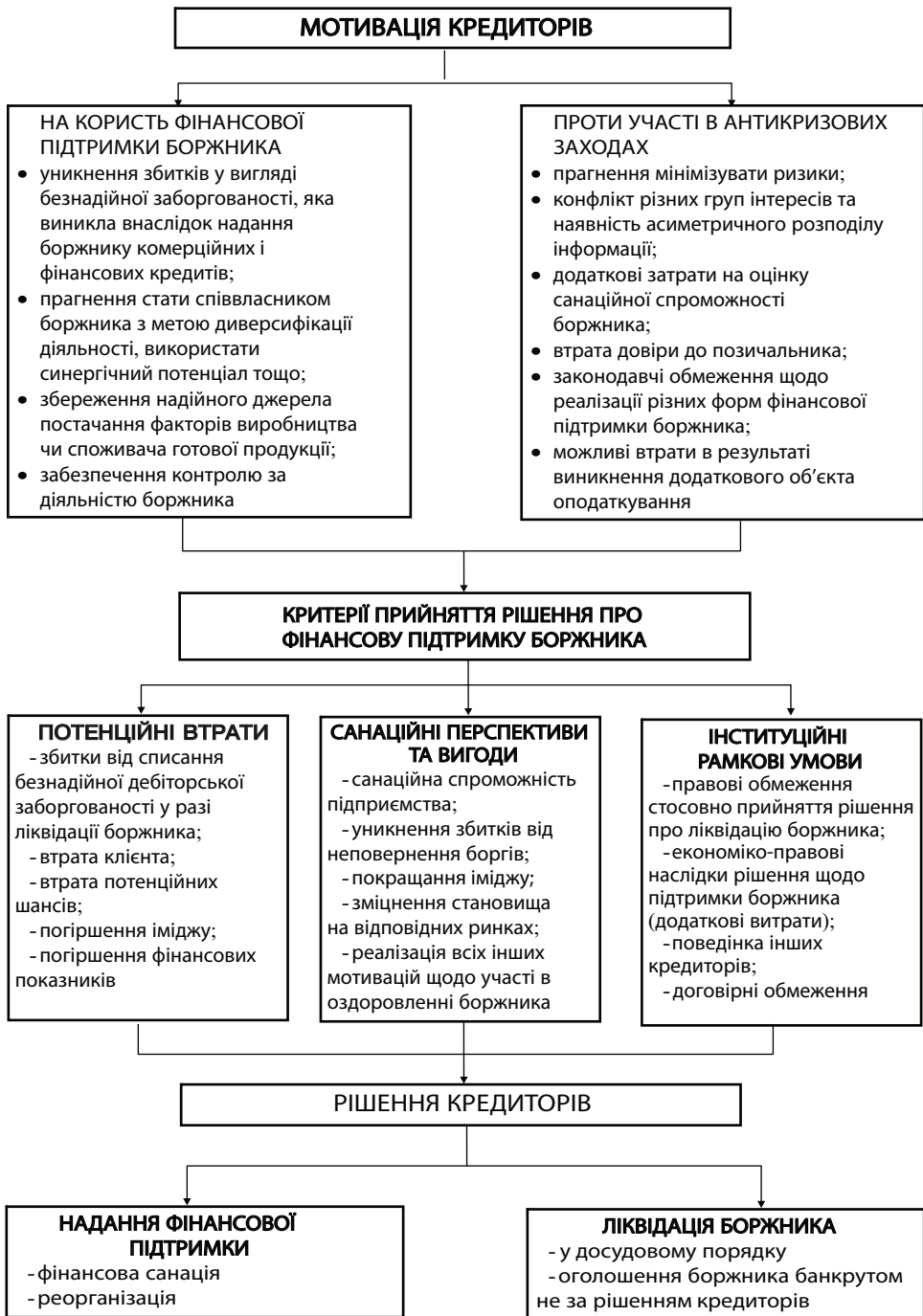
Зазначені інструменти пов'язані з фінансовою реструктуризацією пасивів балансу. Логічно, що активної участі кредиторів у фінансовому оздоровленні можна очікувати, лише якщо в результаті санації та збереження підприємства-боржника вони досягнуть повнішого задоволення своїх вимог, ніж за його ліквідації. На рисунку наведено комплекс взаємозв'язків між компонентами прийняття рішення кредиторів про участь у фінансуванні підприємства, яке перебуває в кризі. Вивчення мотивацій та критеріїв, окреслених на рисунку, зумовлює висновок, що стимулювати кредиторів до фінансової підтримки боржника можна завдяки послабленню мотивацій та нейтралізації чинників, котрі спонукають до ухвалення конфронтаційних рішень або пасивної поведінки. Проблема полягає у використанні дієвих інструментів оцінювання санаційних ризиків, нейтралізації конфліктів інтересів та прогнозування очікуваних результатів фінансового оздоровлення.

Визначимо основні умови реалізації операцій з реструктуризації пасивів на вітчизняних підприємствах та обґрунтуємо шляхи активізації участі кредиторів у цих операціях. Серед форм такої участі можна виокремити: реструктуризацію заборгованості (конверсія короткострокової заборгованості в довгострокову; пролонгація строків виконання зобов'язань); зменшення заборгованості (трансформація боргу в безповоротну фінансову допомогу або власність); надання санаційних кредитів; надання гарантій (поручительств) як кредитного забезпечення. Найскладнішим є інструмент трансформації боргу у власність. Недоліком операції є те, що в результаті її здійснення покращуються лише показники балансу, однак реального припливу ліквідних коштів не відбувається. Зміст реструктуризації боргу як однієї з важливих форм реструктуризації пасивів полягає в досягненні домовленості між позичальником і кредитором щодо нової схеми погашення боргів у зв'язку з неспроможністю боржника виконати раніше взяті фінансові зобов'язання. Дотепер схема реструктуризації боргу в межах санації боржника остаточно не врегульована вітчизняними нормативно-правовими актами. Як наслідок, через відсутність стимулів для кредиторів та виникнення додаткових ризиків і витрат названий інструмент має обмежене практичне використання.

Таблиця. Вплив різних форм участі кредиторів у антикризових заходах на параметри фінансово-господарської діяльності підприємств

Сфери прояву	Ліквідність		Фінансові результати		Показники балансу			Власність та інвестиції	
	Збільшення грошових надходжень	Зменшення грошових видатків	Збільшення доходів	Зменшення витрат	Структура капіталу	Показник покриття	Санація балансу	Управління та контроль	Інвестиційні можливості
Пролонгація строків сплати боргу, трансформація короткострокових позик у довгострокові	0	+	0	0	0	+	0	0	0
Повне або часткове списання вимог	0	+	+	+	+	+	+	+	0
Трансформація боргу у власність	0	+	0	0	+	+	+	-	0
Санаційні кредити	+	0	0	0	-	+	0	+	+

Примітки. Позначення: “+” — позитивний вплив; “-” — негативний вплив; “0” — може проявлятися як позитивний, так і негативний вплив; “0” — відсутність будь-якого впливу.



Джерело: побудовано авторами.

Рисунок. Прийняття рішення кредиторів про участь у фінансовому оздоровленні боржника

Як зазначалося, нормативно-правові акти, що регламентують процеси виведення підприємств із кризи, потребують постійного вдосконалення, у т. ч. для адаптації антикризового інструментарію до актуальних особливостей фінансової кризи. На вирішення проблеми участі кредиторів у санації підприємств спрямований законопроект “Про фінансову реструктуризацію” (далі — Законопроект) (2016 р.), що набув широкого розголосу в колі експертів.

Законопроект є спробою реформування механізмів фінансового оздоровлення підприємств, закладених у Законі України “Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом”. Необхідність запровадження оновленого механізму санації боржників зумовлена тим, що положення чинного Закону де-факто орієнтовані переважно на ліквідацію неспроможних підприємств. Інструменти санації, згадувані в ньому, мають декларативний характер. Законопроектом передбачена “позасудова” процедура врегулювання заборгованості фінансово неспроможного боржника із застосуванням альтернативних варіантів:

- добровільна фінансова реструктуризація;
- досудова санація (санація боржника до порушення провадження у справі про банкрутство).

Дослідимо найпринциповіші положення Законопроекту стосовно їх доцільності, коректності та можливості практичної імплементації. Переважна більшість законодавчих актів у сфері фінансового оздоровлення підприємств досить контрверсійні. З одного боку, вони є амбітними, оскільки ставлять за мету сприяння відновленню господарської діяльності боржників, підтримання стабільності фінансової системи, забезпечення доступу боржників до фінансування для відновлення їхньої господарської діяльності тощо. З другого боку, ключові норми відповідних документів є декларативними, схеми використання певних інструментів чітко не виписані та не узгоджені з іншими нормативно-правовими актами. Як наслідок, через численні складнощі практичне використання інструментів фінансової санації підприємств неможливе, а банківський сектор України перевантажений непрацюючими та проблемними кредитами.

Основна ідея законопроекту полягає в проведенні процедури добровільної фінансової реструктуризації без звернення до суду, а шляхом переговорів між боржником, фінансовими установами та іншими залученими кредиторами щодо реструктуризації фінансових зобов'язань перед останніми. Боржник має право ініціювати процедуру добровільної фінансової реструктуризації, подавши письмову заяву про неї до вповноваженого органу (секретаріату). Якщо разом із заявою подана згода кредиторів на реструктуризацію, то секретаріат приймає рішення про початок процедури. Проект передбачає низку цікавих положень у контексті антикризового фінансування підприємств, зокрема:

- умови участі боржника й кредиторів у процедурі фінансової реструктуризації та санації за власною ініціативою;

- механізми кооперації кредиторів у цій процедурі;
- зобов'язання боржника надавати інформацію та забезпечувати можливість для огляду його господарської діяльності;
- умови отримання боржником фінансування під час процедури фінансової реструктуризації.

Визначено, що процедура фінансової реструктуризації — це комплекс заходів щодо реструктуризації заборгованості та/або господарської діяльності боржника шляхом проведення відповідної процедури або досудової санації. Водночас із тексту Закону незрозуміло, що мається на увазі під реструктуризацією саме господарської діяльності. У джерелах, присвячених реструктуризації підприємств, залежно від характеру застосовуваних заходів розрізняють такі форми реструктуризації: управління, виробництва, активів, пасивів, корпоративна (реорганізація) [7]. Очевидно, що під поняття “фінансова реструктуризація” підпадає реструктуризація пасивів, реструктуризація активів (частково) та корпоративна реструктуризація. Під господарською реструктуризацією слід розуміти реструктуризацію управління, виробництва й активів (частково). Таким чином, віднесення до фінансової реструктуризації заходів із реструктуризації господарської діяльності є дещо некоректним.

Слід також звернути увагу на ще одне дискусійне положення, відповідно до якого в Законопроекті використовуються поняття “досудова санація” та “санація боржника до порушення провадження у справі про банкрутство”. Так, розділ III Законопроекту “Процедура досудової санації” визначає, що досудова санація проводиться відповідно до ст. 6 Закону України “Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом” з певними особливостями. У контексті Законопроекту [8] боржник має право ініціювати проведення процедури досудової санації у будь-який час після початку процедури добровільної фінансової реструктуризації. Якщо під час процедури боржник не підготував план реструктуризації або такий план не був схвалений необхідною кількістю голосів кредиторів, він може розробити окремий план санації та скликати збори кредиторів для його схвалення. Водночас у перехідних положеннях Законопроекту пропонується нова редакція зазначеної статті “Санація боржника до порушення провадження у справі про банкрутство”. Таким чином, у Законопроекті паралельно використовуються обидва терміни: “досудова санація” та “санація боржника до порушення провадження у справі про банкрутство”. Причому за логікою Законопроекту ці терміни є однаковими за змістом. В останній же редакції Закону України “Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом” термін “досудова санація” не вживається, що цілком виправдано: механізм проведення санації боржника до порушення провадження у справі про банкрутство передбачає схвалення плану санації господарським судом, призначення керуючого санацією та затвердження звіту. Таким чином, опосередковано санація

боржника до порушення провадження у справі про банкрутство здійснюється під контролем судових органів. Відтак, застосування терміна “досудова санація” у цьому разі є певною мірою некоректним.

З метою створення додаткових стимулів для участі у процедурі фінансової реструктуризації Законопроектом передбачено особливий режим оподаткування окремих операцій, пов’язаних із проведенням процедури фінансової реструктуризації. Якщо план санації передбачає розстрочення чи відстрочення або прощення (списання) боргів чи їх частини, він вважається схваленим органом стягнення в частині задоволення вимог із податків, зборів (обов’язкових платежів) без необхідності голосування. При цьому податковий борг, який виник у строк, що передував трьом рокам до дня проведення зборів кредиторів, визнається безнадійним та списується, а борг, котрий виник пізніше, розстрочується (відстрочується) або списується на умовах плану санації, які повинні бути не гіршими, ніж умови задоволення вимог кредиторів, котрі голосували за схвалення цього плану. Відтак, відбувається податкова лібералізація стосовно боржника, а не кредиторів, що може призвести до зловживань із боку боржників. Водночас особливості оподаткування окремих операцій, пов’язаних із проведенням процедури фінансової реструктуризації, мають встановлюватися Податковим кодексом України. Отже, можна вважати, що найпринциповіший інструмент — оподаткування, який можна використати для стимулювання кредиторів та інвесторів до участі в санації, залишається неврегульованим. На наш погляд, доцільно запровадити механізми виведення з-під оподаткування так званого санаційного прибутку, котрий виникає внаслідок викупу підприємством власних корпоративних прав (акцій, часток) за курсом, нижчим за номінальну вартість цих прав, із подальшим їх анулюванням у результаті безкоштовної передачі до анулювання, зниження номінальної вартості або при одержанні безповоротної фінансової допомоги від власників корпоративних прав, кредиторів та інших зацікавлених у санації підприємства осіб. Окрім того, до цієї категорії доходів належить формальний прибуток, що утворюється у разі повного або часткового списання заборгованості окремими кредиторами.

Згідно із Законопроектом, до плану реструктуризації чи санації додається ліквідаційний аналіз, результати якого мають засвідчити вигідність для кредиторів виконання плану санації порівняно з ліквідацією боржника. За необхідності до плану можуть долучатися результати фінансового аналізу, котрі підтверджують здатність боржника виконувати визначені умови. Боржник має право на участь у процедурі фінансової реструктуризації, коли перебуває у критичному фінансовому стані, а його господарська діяльність може бути визнана перспективною. Перспективність підтверджується звітом про проведення огляду господарської діяльності. На наш погляд, замість термінів “ліквідаційний аналіз”, “огляд господарської діяльності боржника”, “фінансовий

аналіз”, “аналіз перспективності”, що вживаються в Законопроекті, варто використати усталені в міжнародній практиці терміни “аудит санації” або “дью ділідженс”. Ідеться про комплекс аналітичних та експертних процедур, спрямованих на оцінку потенційної життєздатності підприємства на підставі аналізу санаційної спроможності підприємства, оцінки фінансово-господарської діяльності та верифікації наявних планів. Таким чином, рішення щодо реструктуризації чи санації має прийматися у разі санаційної спроможності боржника, підтвердженої висновками аудиту санації (або дью ділідженсу). Відповідно до нормативно-правового акта, послуги незалежних експертів щодо проведення огляду оплачуються боржником. На нашу думку, послуги з аудиту санації (чи дью ділідженсу) та підготовки відповідних звітів можуть оплачуватися як боржником, так і сторонами, зацікавленими в санації чи реструктуризації.

Серед інструментів участі кредиторів у санації боржника виокремлено такі:

- повна чи часткова відмова забезпечених кредиторів від забезпечення або зміна пріоритету їхніх вимог. У цьому разі план реструктуризації має бути схвалений кожним таким кредитором. Кредитор вважатиметься незабезпеченим у частині вимог, щодо яких відмовився від забезпечення. Вимога забезпеченого кредитора може вважатися незабезпеченою в частині, в якій її розмір перевищує вартість предмета забезпечення;

- внесення змін до кредитних договорів, у тому числі погашення заборгованості окремими траншами (розстрочення), перегляд строків погашення, розміру процентних ставок чи інших умов, пов'язаних із відповідним кредитним договором або забезпеченням за ним;

- надання нового фінансування боржнику;

- прощення частини боргу;

- переведення зобов'язань боржника у власний капітал;

- мораторій на задоволення претензій кредиторів: запроваджується з дати початку проведення процедури добровільної фінансової реструктуризації (реалізації плану санації), крім випадку відмови від введення мораторію залученими кредиторами, яким належить понад 50 % вимог усіх залучених кредиторів. Мораторій діє до завершення процедури добровільної фінансової реструктуризації, але не більш ніж протягом 120 днів;

- договір про відстрочення — договір між боржником і залученими кредиторами про період та умови утримання останніми від дій щодо стягнення боргів та звернення стягнення на предмет застави (іпотеки) у судовому або позасудовому порядку.

Як і більшість інших нормативно-правових актів у сфері санації та банкрутства підприємств, аналізований Законопроект не містить конкретних рекомендацій та роз'яснень щодо умов і порядку надання нового фінансування

боржнику, прощення частини боргу та переведення зобов'язань боржника у власний капітал. У зв'язку з цим зазначені інструменти можна трактувати як декларативні. Крім того, не врегульовано питання дотримання нормативних вимог банків у аспектах резервування й оподаткування у разі відмови ними від кредитного забезпечення, списання заборгованості чи її пролонгації.

Не зовсім доречно, на наш погляд, положення щодо обов'язкової участі у процедурі фінансової реструктуризації фінансових установ, котрі є кредиторами боржника. Так, інші кредитори мають право на участь у названій процедурі, якщо в ній задіяна принаймні одна фінансова установа. Коли у процедурі реструктуризації беруть участь дві та більше фінансових установ, останні створюють координаційний комітет. Залучені кредитори, що не є фінансовими установами, мають право сформувати комітет кредиторів у складі не більше трьох таких кредиторів для обміну інформацією, проведення переговорів від імені інших кредиторів та вирішення інших питань, пов'язаних із процедурою фінансової реструктуризації. Певною новизною характеризується положення, відповідно до якого у процедурах санації та реструктуризації можуть брати участь Фонд гарантування вкладів фізичних осіб та державні банки. Фонд, зокрема, матиме право підписувати рамковий договір і брати участь у процедурі фінансової реструктуризації боржників від імені всіх банків, до яких була введена тимчасова адміністрація або щодо котрих розпочата процедура ліквідації. Такий підхід дасть змогу переорієнтувати процес стягнення заборгованості боржників перед проблемними банками з виключно ліквідаційних процедур на санаційні.

Отже, фінансовий механізм антикризового управління підприємствами має бути гнучким та адаптованим до специфічних зовнішніх і внутрішніх умов фінансової кризи. Відтак, повністю виправдане перманентне вдосконалення антикризових технологій і методів, а також нормативно-правових актів, які регламентують процеси фінансового оздоровлення корпоративного сектору економіки. Особливістю фінансової кризи на багатьох українських підприємствах є те, що вона, з одного боку, спровокована макроекономічною нестабільністю та зовнішніми чинниками, а з другого — пов'язана з непередбачуваністю менеджменту підприємств до негативного впливу зовнішніх факторів та його орієнтацією на максимізацію власної вигоди у результаті прихованого перерозподілу наявних ресурсів. За фінансової кризи, однак, виникає коротке “вікно можливостей” у результаті короткочасного збігу цільових орієнтирів підприємства, його власників та менеджменту всіх рівнів (принципалів та агентів). Цю ситуацію можна охарактеризувати як “точку мінімізації внутрішніх конфліктів “принципал — агент” та активізації інноваційних змін”. Її важливими психологічними генераторами, поряд із кризою, є фінансово-економічний стрес і реальні шанси виправити ситуацію. Наявність об'єднаної для принципала й агентів ідеї та інструментарію її здійснення — необхідна умова впровадження інноваційних змін, спрямованих на подолання кризи.

Високі кредитні ризики та низький рівень інвестиційної привабливості спричиняють хронічний дефіцит у фінансуванні підприємств. За таких обставин фінансовий механізм антикризового управління має бути реформований у напрямі запровадження дієвих стимулів для капіталодавців (насамперед кредиторів) щодо участі у фінансовому оздоровленні підприємств. Система стимулів та мотивацій повинна передбачати як заходи на рівні підприємств — отримувачів ресурсів, так і на регуляторному рівні. На рівні підприємств слід вживати заходів, які переконали би потенційних капіталодавців у тому, що “точка дна” досягнута і за нею настане період зростання, а також у здатності менеджменту успішно здійснювати вказані заходи та генерувати додану вартість. Ідеться про імплементацію принципів корпоративного управління, запровадження антикризової комунікації та інструментарію контролінгу. Контролінг — ключова ланка в розробленні антикризових модулів, проєктів M&A та реструктуризації капіталу. Для виявлення прихованих сигналів стратегічної кризи й наступної кризи результативності мають бути задіяні інструменти раннього попередження та реагування.

Внутрішні інновації на підприємстві є необхідною, однак недостатньою умовою залучення капіталодавців до процесів фінансової санації. Для забезпечення реальних позитивних зрушень щодо активізації санації підприємств слід переорієнтувати акценти нормативно-правового регулювання антикризових процесів у бік запровадження дієвих стимулів передусім для потенційних капіталодавців. Із метою заохочення інвесторів і кредиторів до фінансування таких ризикових проєктів варто ввести реальну (а не декларативну) систему мотиваційних інструментів на регуляторному рівні. Йдеться про фіскальні важелі (наприклад, виведення з-під оподаткування санаційного прибутку), послаблення вимог до резервування, стимули до запровадження інноваційних банківських продуктів, спрямованих на антикризове фінансування підприємств.

Із метою вдосконалення фінансового механізму санації підприємств Міністерством фінансів України разом з Національним банком України розроблено Законопроект “Про фінансову реструктуризацію”. Його ключовим завданням є активізація участі кредиторів у фінансовому оздоровленні боржників. Аналіз Законопроекту засвідчив, що поряд із позитивними аспектами (залучення до процесів реструктуризації Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, мінімізація впливу на прийняття рішень пов’язаних осіб, упорядкування механізму співпраці між фінансовими установами у процесі реструктуризації заборгованості боржників) він містить низку недоліків, котрі ускладнюють успішну реалізацію механізмів, закладених у законі. Йдеться про декларативний характер певних положень щодо використання тих чи інших інструментів реструктуризації, нерегульованість питань оподаткування на рівні кредиторів, а також невизначеність порядку формування резервів під

такі активні операції банків. Окреслені питання мають бути враховані у процесі подальшої роботи, спрямованої на реформування фінансового механізму антикризового управління підприємствами.

Список використаних джерел

1. Paul W. Die Rolle des Finanzchefs eines industriellen Unternehmen in krisenbedrohter Zeit / W. Paul // *Corporate Finance*. — 2012. — № 7. — С. 367—373.
2. Островська О. А. Інноваційний ресурс контролінгу в антикризовому управлінні фінансами підприємств / О. А. Островська // *Фінанси України*. — 2014. — № 3. — С. 100—113.
3. Лігоненко Л. О. Банкрутство та санація суб'єктів господарювання в Україні : монографія / Л. О. Лігоненко, О. О. Хіленко, І. І. Дянков ; за ред. Л. О. Лігоненко. — К. : КНТЕУ, 2011. — 348 с.
4. Костырко Л. А. Диагностика потенциала финансово-экономической устойчивости предприятия : монография. — 2-е изд., перераб. и доп. / Л. А. Костырко. — Х. : Фактор, 2008. — С. 137.
5. Терещенко О. О. Фінансовий контролінг / О. О. Терещенко, Н. Д. Бабяк. — К. : КНЕУ, 2013. — 407 с.
6. Jensen M. Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure / M. Jensen, W. Meckling // *Journal of Financial Economics*, Ed. 4. — 1976. — P. 305—360.
7. Терещенко О. О. Фінансові доміанти реструктуризації підприємств. / О. О. Терещенко, Н. В. Волошанюк // *Фінанси України*. — 2009. — № 4. — С. 82—91.
8. Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом : закон України від 14.05.1992 № 2343-XII [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2343-12>.

References

1. Paul, W. (2012). Die Rolle des Finanzchefs eines industriellen Unternehmen in krisenbedrohter Zeit. *Corporate Finance*, 7, 367—373.
2. Ostrovs'ka, O. A. (2014). Innovacijny`j resurs kontrolinhu v anty`kry`zovomu upravlinni finansamy` pidpry`yemstv [Innovative resource controlling in crisis management finance companies]. *Finansy` Ukrainy`* [Finance of Ukraine], 3, 100—113 [in Ukrainian].
3. Lihonenko, L. O., Xilenko, O. O., Dyankov, I. I. (2011). *Bankrutstvo ta sanaciya sub`yektiv hospodaryuvannya v Ukraini* [Bankruptcy and reorganization of business entities in Ukraine]. (2011). Ky`yiv: Ky`yivs`ky`j nacional`ny`j torhovel`no-ekonomichny`j universy`tet [in Ukrainian].
4. Kosty`rko, L. A. (2008). *Diagnostika potenciala finansovo-e`konomicheskoy ustojchivosti predpriyatiya* [Diagnosis of the potential economic and financial stability of the enterprise]. Har`kov: Faktor [in Russian].
5. Tereshhenko, O. O., Babyak, N. D. (2013). *Finansovy`j kontrolinh* [Financial Controlling]. Ky`yiv: Ky`yivs`ky`j nacional`ny`j ekonomichny`j universy`tet [in Ukrainian].
6. Jensen, M., Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 4, 305—360.
7. Tereshhenko, O. O., Voloshanyuk, N. V. (2009). Finansovi dominanty` restruktury`zaciyi pidpry`yemstv [Financial dominant enterprise restructuring]. *Finansy` Ukrainy`* [Finance of Ukraine], 4, 82—91 [in Ukrainian].
8. Verkhovna Rada of Ukraine. (1992). *Pro vidnovlennya platospromozhnosti borzhny`ka abo vy`znannya joho bankrutom* [On Restoring Debtor's Solvency or Declaring it Bankrupt] (Law № 2343-XII, May 14). retrieved from <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2343-12> [in Ukrainian].