

ФІНАНСИ ГАЛУЗІ ТА ПІДПРИЄМСТВА



УДК 330.131.7

Брижаний В.В.

ФІНАНСОВО-ІНВЕСТИЦІЙНІ РИЗИКИ ПІДПРИЄМСТВА –ЕМІТЕНТА ФОНДОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ

Досліджуються питання невизначеності та загроз для підприємства, яке виступає в ролі емітента фондових інструментів з метою залучення необхідних інвестиційних коштів. Визначено систему фінансово-інвестиційних ризиків підприємства-емітента, до якої включено ризик помилкової стратегії підприємства-емітента, ризики поточної ринкової діяльності, ризики опортуністичної поведінки менеджерів та ризики змін “правил гри”.

The challenges of uncertainty and threats faced by an enterprise as an emitter of fund tools, for the purpose of attracting necessary investment facilities, have been investigated. The system of financial and investment risks of an enterprise-emitter has been determined. It includes a risk of mistaken strategy of an enterprise-emitter, risks of current marketing activities, risks of opportunistic behavior of managers, and risks of change of “rules of game”.

Однією з умов підтримання та розвитку підприємницької діяльності економічних суб'єктів є залучення ними необхідних інвестиційних коштів. Ринкові перетворення, які здійснювалися в Україні протягом останніх 15 років, докорінно змінили умови формування підприємствами інвестиційних ресурсів. Однією з ознак перетворень стало широке використання різноманітних фінансово-інвестиційних інструментів, насамперед акцій. Про зростання ролі акціонерної форми підприємницької діяльності свідчить, зокрема, збільшення кількості акціонерних товариств, – з 30922 на початок 1997 р. до 34662 на початок 2004 р. [1], тобто на 12%. Загальний обсяг випусків цінних паперів в Україні склав 110,26 млрд. грн., при цьому у 2003 р. був досягнутий найвищий річний показник для України – 23,6 млрд. грн., з них випуск акцій – 18 млрд. грн. (76,3%) [2].

З одного боку, акції можуть розглядатися як потенціал, як інструмент залучення коштів, з іншого, – операції з акціями є джерелом економічного ризику, – як для інвестора, так і для емітента. Економічна безпека підприємств, які набули статусу суб'єктів фондового ринку, стала залежати від їх здатності управляти ризиками фінансово-інвестиційної діяльності. Саме це визначає актуальність дослідження проблеми ризиків фінансово-інвестиційної діяльності.

В економічній літературі проблема економічних ризиків в цілому розглядається досить активно. Так, можна, зокрема, назвати цікаві праці таких авторів, як Ю. Булгаков, В. Вітлінський, Г. Великоіваненко, В. Додонов, Ю. Івченко, С. Ілляшенко, Ю. Петруня та інших науковців [3, 4, 5, 6, 7, 8]. Разом з тим, треба зазначити, що переважною особливістю публікацій по проблематиці ризиків є акцентування уваги класифікації економічних ризиків, на економіко-математичних підходах щодо оцінок ризиків, їх моделювання, на проблемах ризиків портфельного інвестування. При цьому, ризики фінансово-інвестиційної діяльності підприємств-емітентів фондових інструментів розглядаються, в кращому випадку, фрагментарно, в контексті аналізу якоїсь іншої проблеми.

Основними цілями даної статті є: виявлення тих основних факторів, які формують невизначеність середовища діяльності для підприємства, яке через систему фондового ринку здійснює залучення інвестиційних коштів; визначення основних загроз та ризиків для підприємства, яке здійснює емісію фондових інструментів.

Процес залучення інвестицій через систему фондового ринку характеризується певною *невизначеністю*, непередбаченістю, що є загальною властивістю ринкових процесів в цілому. Суб'єкт пропозиції інвестиційних коштів є основним економічним контрагентом для підприємства-емітента. Наскільки в цілому може бути непередбаченою його поведінка? На нашу думку, це залежить насамперед від таких факторів:

1. *Фінансовий стан підприємства-інвестора*. Він є похідним від результатів ринкової діяльності цього підприємства. Чим складнішими є ринкові умови діяльності підприємства (рівень конкуренції на ринку, наявність міжринкової конкуренції, стан попиту на продукцію залежно від науково-технічного прогресу тощо).

2. *Послідовність стратегії діяльності підприємства-інвестора*, яка визначається лінією підприємницької поведінки власників та менеджерів підприємства. Послідовність – це питання, на яке впливає багато чинників, серед яких можна виділити кваліфікацію вищевказаних людей, стиль їх управлінської діяльності, самооцінку своїх поточних та перспективних економічних інтересів і пріоритетів, а також інші.

3. *Загальний стан фондового ринку країни*. Цей параметр визначає в цілому інтерес інвесторів до інвестування шляхом придбання фондових інструментів. Цей інтерес є багатоаспектним поняттям. Можна зазначити, що він формується в двох площинах: перша – як інтерес до самого підприємства-емітента; друга – як інтерес до механізмів, за допомогою яких може бути практично реалізований інтерес до підприємства-емітента.

4. *Фактор “правил гри”*. Їх творцем виступають державні інститути. Ці “правила” є динамічним елементом економічного життя, вони періодично змінюються. Можливість змін, на нашу думку, не може розглядатися як непередбачувана обставина. В будь-якому випадку треба приймати до уваги відносний характер стабільності, намагатися найефективніше прогнозувати зміни в зовнішньому середовищі. Невизначеність формують не зміни в “правилах” фінансово-інвестиційної діяльності самі по собі, а можливість появи неочікуваних змін – в часі, за змістом тощо. Й в цьому випадку проблеми для підприємницької структури виникають як наслідок її неготовності, недостатньої спроможності в межах того ліміту часу, який вона має, адекватно відреагувати на зміни.

Тепер розглянемо, в чому можуть полягати *загрози* для підприємства-емітента (рис. 1).

Першою такою загрозою може бути неоподержання запланованої (необхідної) суми інвестиційних коштів через брак відповідного попиту з боку інвесторів вже на етапі проведення розміщення цінних паперів. Цю загрозу ми вважаємо можна кваліфікувати як загрозу, що надходить від самого ринку цінних паперів.

Другою загрозою може бути неоподержання запланованої (необхідної) суми інвестиційних коштів через неналежне виконання інвесторами своїх зобов'язань по підписці на цінні папери. Цю загрозу можна кваліфікувати як загрозу, що надходить від окремих інститутів в період проведення емісії.

Третьою загрозою може бути те, як буде діяти акціонер-інвестор у межах внутрішньокорпоративних відносин (загроза післяемісійного періоду). Саме цей аспект є напевно найскладнішим для аналізу. Тут виникає, як свідчить практика, декілька важливих проблем:

а) наскільки поєднуються та корпоративна культура, традиції, що вже склалися в акціонерному товаристві-емітенті, з відповідними підходами та уявленнями, що є характерними для “нового” акціонера.

Новий акціонер може виступати потенційним носієм того імпульсу, що призведе до виникнення внутрішньокорпоративного конфлікту щонайменше на рівні власників підприємства. Конфлікт може мати й позитивні наслідки (конфлікт, що народжує розвиток), так і негативні наслідки (конфлікт, що народжує стримування, регресивні явища).

“Конфлікт-розвиток” – його результатом може бути створення кращих внутрішньокорпоративних умов для розвитку підприємства. Наприклад, якщо завдяки позиції

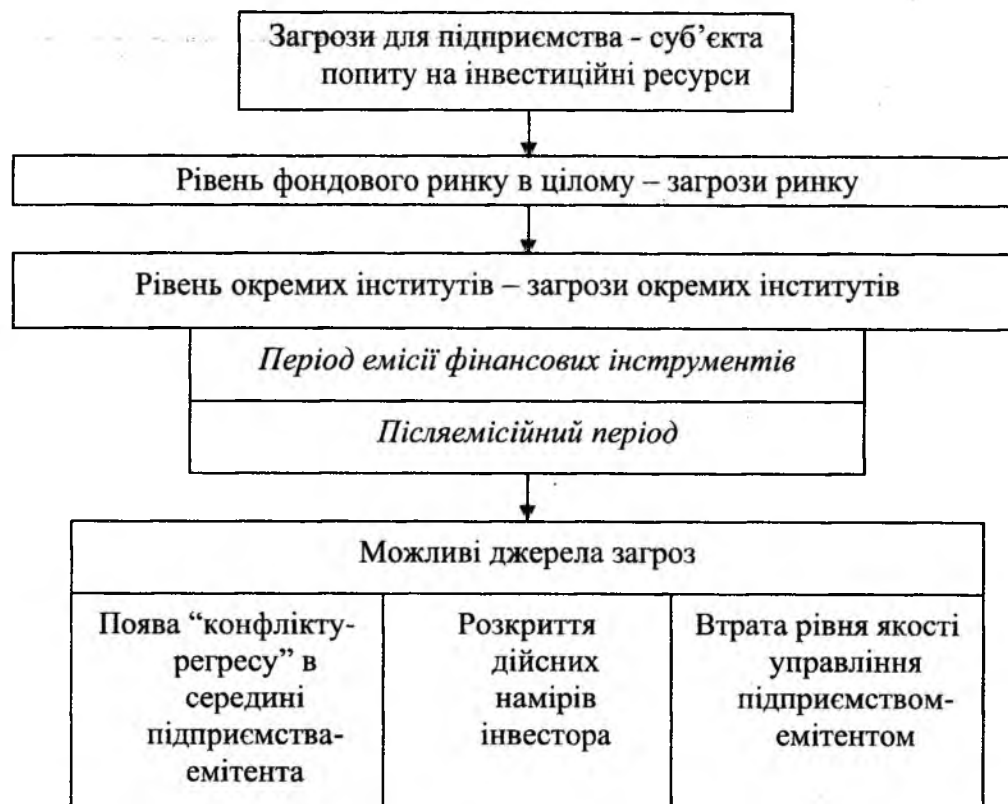


Рис. 1. Рівні та джерела загроз для підприємства – суб'єкта попиту на інвестиційні ресурси

нового інвестора забезпечується більша прозорість управління, більш глибокий аналіз діяльності підприємства та визначення відповідних напрямків її удосконалення, то це є потенційним елементом позитивного вдосконалення управлінської системи. Але при цьому коригується (усувається) та система управління, яка існувала на підприємстві і яка напевно була вигідною для окремих акціонерів або менеджерів. В такому випадку конфлікт не формує загроз (безпосередніх) для підприємства-емітента, але несе загрозу (безпосередню) для окремих суб'єктів. “Конфлікт-регрес” характеризується зовсім іншою суб'єктною структурою наслідків. При “конфлікті-регресі” загрози виникають одночасно як для іншої частини учасників корпоративного управління, так і для економічної безпеки самого підприємства-емітента;

б) якими є реальні, глибинні наміри нового суб'єкту корпоративного управління, наскільки новий інвестор є дійсно зацікавленим у розвитку підприємства;

в) як може змінитися рівень кваліфікованості управління підприємством-емітентом після входження до системи внутрішньокорпоративного управління нового суб'єкту. В даному випадку мова йде про загрозу втрати (зменшення) рівня якості управління компанією з подальшими відповідними наслідками.

Тепер ми можемо перейти до визначення **системи ризиків** для підприємства-емітента:

1. Ризики помилкової стратегії. Діяльність щодо залучення інвестицій може бути засобом забезпечення “довгострокових планів”, а, виходячи з цього, бути складовою загальної стратегії підприємства. З іншого боку, самі інвестиційні рішення можуть мати як стратегічний, так і нестратегічний характер. В цьому ряду рішення щодо залучення інвестиційних коштів через систему фондового ринку є, на нашу думку, стратегічним за своїм значенням, тому що воно торкається структури власників підприємства та передбачає, як

правило, масштабні залучення інвестиційних коштів – через емісію фондів інструментів підприємство намагається зробити те, чого неможливо (економічно недоцільно) досягнути через інші, більш традиційні механізми – реінвестування, одержання кредиту або інші.

Помилкою в стратегії залучення інвестиційних ресурсів може бути саме звертання до таких інструментів як емісія акцій або емісія облігацій. Суть можливої помилки полягає в неправильних оцінках ряду важливих економічних параметрів.

По-перше, це може бути помилка самооцінки. Помилка власників та менеджерів в оцінці власної інвестиційної привабливості, помилка в оцінці можливого попиту з боку потенційних інвесторів на цінні папери даного підприємства.

По-друге, це може бути помилка в оцінці можливостей фондового ринку в цілому, в оцінці домінуючого інвестиційного настрою (фактор довіри до ринку в цілому, який ми аналізували вище) на цьому ринку в певний період часу (останнє є важливим, тому що інвестиційний настрій змінюється в часі). Несприятливий настрій погіршує шанси на успішне проведення емісії.

По-третє, це може бути помилка в оцінці рівня інтересу до емісійних паперів тих суб'єктів, які розглядалися емітентом як цільові потенційні покупці цих паперів. Помилки можуть стосуватися їх фінансового стану, їх інвестиційного потенціалу, а також реального інтересу до здійснення такого інвестування.

2. *Ризики поточної ринкової діяльності.* Ці ризики ми можемо визначити як ризики технологічного характеру. Їх походження пов'язано зі змінами в поточних умовах фінансово-інвестиційної діяльності. На наш погляд, до таких ризиків можна віднести: а) ризики загострення конкурентної боротьби між інститутами, що діють у різних сегментах фінансового ринку; б) ризики помилок з боку підприємства-емітента щодо географічного вибору потенційних суб'єктів інвестиційної діяльності та побудови комунікаційної системи з потенційними інвесторами.

Що стосується комунікацій, то їх значення залежить від того, який інвестиційний план було покладено в основу емісії. Один із варіантів – той, коли інвестори практично визначаються ще на до емісійній стадії фінансово-інвестиційних відносин. Інший варіант – до розміщення коло інвесторів (таких, які б дали вже свою попередню згоду на інвестування) не визначається. В останньому випадку за інвесторів треба боротися, їх треба переконувати в доцільності інвестування. Й саме рівень комунікацій, їх якісні характеристики виступають достатньо важливим фактором досягнення чи недосягнення підприємством-емітентом ринково-інвестиційного успіху. Нездатність комунікацій викликати у інвесторів зацікавленість до об'єкту інвестування створює ризик невдалої реалізації інвестиційного проекту.

3. *Ризики опортуністичної поведінки.* В основі можливого опортунізму з боку менеджерів підприємства-емітента є їх негативні очікування, очікування появи несприятливих наслідків відносно насамперед власне себе, своїх економічних інтересів від реалізації певного фінансово-інвестиційного проекту (рис. 2). В останньому вони бачать загрозу для своїх інтересів. Такий опортунізм можна, на наш погляд, визначити як “опортунізм заради себе”, опортунізм як реакція, як форма захисту своїх інтересів.

Поява нових акціонерів або посилення позицій когось із діючих акціонерів може розглядатися менеджером як: *загроза* його перебуванню на своїй посаді (кваліфікація менеджера, стиль його управління, психологічні, а також інші фактори можуть не задовольнити інвестора; *загроза* його перебуванню на посаді через можливу реорганізацію діяльності підприємства-емітента; *загроза* зменшення прямих та непрямих доходів менеджера з причин зміни умов оплати праці, зменшення влади на підприємстві.

Крім “опортунізму заради себе” може бути “опортунізм заради підприємства”. В останньому випадку ми можемо спостерігати такий своєрідний варіант альтруїстичної економічної поведінки. В його основі лежить недовіра менеджера до тих акціонерів, які можуть отримати вирішальну владу на підприємстві (недовіра до кваліфікації, підприємницьких



Рис. 2. Причини та потенціал опортунізму менеджерів підприємства-емітента фінансово-інвестиційних угодам

здібностей нового власника, його управлінської команди; недовіра щодо добросовісності підприємницьких намірів).

Такий альтруїзм, на нашу думку, в багатьох випадках не є абсолютно чистим альтруїзмом. "Опортунізм заради підприємства" може бути одночасно й усвідомленим "опортунізмом заради себе", тому що менеджер не бачить себе в системі нової влади на підприємстві.

Щодо сили можливої опортуністичної поведінки менеджерів у цілому, то вона, на наш погляд, залежить від багатьох обставин, серед яких основними можуть бути названі такі: особливості характеру, світогляду менеджера; самооцінка менеджером своєї ринкової вартості як найманого працівника та можливостей альтернативного працевлаштування; тривалість періоду праці менеджера на даному підприємстві; оцінка менеджером потенціалу діючих акціонерів та потенційних нових акціонерів як протидіючої сторони.

4. *Ризики змін "правил гри"*. Доцільно можливі зміни поділити на три групи (за суб'єктною ознакою): а) зміни, що стосуються діяльності підприємства-емітента; б) зміни, що стосуються діяльності тих суб'єктів, які виступають інвесторами на фондовому ринку; в) зміни, що стосуються діяльності посередницьких інститутів, а також інших осіб.

Прикладами перших змін можуть бути зміни в оподаткуванні тих доходів, що отримує підприємство-емітент, зміни в процедурі проведення емісії тощо. Але важливими є те, що ці

зміни не можуть бути несподіваними для емітента: по-перше, процес емісії є відносно тривалим; по-друге, з моменту прийняття змін до моменту їх введення, як правило, залишається достатньо часу, щоб суб'єкти економічної діяльності мали можливість підготуватися до них.

Тому висновок може бути таким: для самого періоду розміщення (емісії) цінних паперів, виходячи насамперед з його відносної нетривалості, загрози змін "правил гри" мають дуже невисоку міру вірогідності. Проте, якщо аналізувати не тільки емісійний період, а й період перед емісійною діяльністю підприємства-емітента (підготовчий період), то в цьому випадку загрози можливих змін у "правилах гри" набувають більш реального характеру.

Тривалість підготовчого періоду є фактором витрат часу та ресурсів. Ці витрати стають доцільними, виправданими при досягненні необхідного кінцевого результату емісійного процесу – залучення необхідних інвестиційних коштів. Й, навпаки, зазначені витрати часу та ресурсів (грошових, трудових та інших) стають втратами для підприємства при недосягненні інвестиційної цілі в межах проекту фондового ринку. Більш того, виникає відомий для економістів ефект втраченої вигоди – як через нереалізацію планового інвестиційного проекту, так і через відмову в рамках певного періоду часу від розробки та реалізації альтернативного інвестиційного проекту.

Отже для підприємства-емітента з позиції ризиків змін "правил гри" найбільшого значення набуває не його діяльність безпосередньо в період проведення емісії, а та діяльність, яка може бути названа як підготовка до проведення емісії. В даному аспекті головного значення набуває фактор часу – тривалість підготовчого періоду.

Залучення підприємством інвестиційних коштів через систему фондового ринку характеризується наявністю фактора невизначеності, що виявляє себе на рівні підприємств-інвесторів, фондового ринку в цілому, регуляторної діяльності держави. На цих рівнях формуються й відповідні загрози для підприємства щодо успішності проведення емісії, а також перспектив після емісійної діяльності. Основними складовими системи фінансово-інвестиційних ризиків підприємства-емітента виступають ризики помилкової стратегії, ризики поточної діяльності на фондовому ринку, ризики опортуністичної поведінки менеджерів підприємства-емітента та ризики змін у "правилах гри". Зазначена система ризиків є динамічною системою, тому дослідження процесу її еволюції може бути одним із перспективних напрямків подальших наукових досліджень за цією проблематикою.

Література.

1. Державний комітет статистики України: Статистичний щорічник України за 2003 рік. – Київ: Видавництво "Консультант", 2004. – С. 83.
2. Офіційний сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України – (електрон. ресурс)/ спосіб доступу: URL: <http://www.ssmc.gov.ua>
3. Булгаков Ю.В. Управление портфелем инвестиций // Управление риском. – 2004. - №1. – С. 40-47.
4. Вітлінський В.В., Великоіваненко Г.І. Ризикологія в економіці та підприємстві: Монографія. – К.: КНЕУ, 2004. – 480 с.
5. Додонов В.Ю. Инвестиционный риск на фондовом рынке и методы его оценки // Управление риском. – 2003. - №3. – С. 42-49.
6. Івченко І.Ю. Економічні ризики: Навчальний посібник. – К.: "Центр навчальної літератури", 2004. – 304 с.
7. Ілляшенко С.М. Економічний ризик: Навч. посібник. 2-ге вид., доп., перероб. – К.: "Центр навчальної літератури", 2004. – 304 с.
8. Петруня Ю.Є. Ризики інвестування на ринку акцій // Академічний огляд. – 1999. - №1. – С. 24-30.

*Рекомендовано до публікації
д.е.н., проф. Петруню Ю.Є. 03.09.04*

*Надійшла до редакції
18.08.04*