

Adam Peszko

# Prywatyzacja na Ukrainie (I)

Wypada nazwać rzecz po imieniu – w makroekonomicznych decyzjach gospodarczych za dużo jest u nas dyletantyzmu, a pewność siebie polityków jest odwrotnie proporcjonalna do ich wiedzy i doświadczenia. Chybionych decyzji gospodarczych nie można ciągle tłumaczyć nowatorskim charakterem polskich przemian i rozgrzeszać stwierdzeniem: „pomyłki są rzeczą naturalną, bo jeszcze nikt przed nami nie przechodził od realnego socjalizmu do kapitalistycznej gospodarki rynkowej”. Do niedawna tak było, obecnie jednak powinniśmy szerzej korzystać z doświadczeń tych, którzy na drogę przemian weszli po nas, ale stawiając konsekwentnie profesjonalizm w zarządzaniu gospodarką ponad koniunkturalne względy polityczne, uzyskali znaczny postęp. Program powszechnej prywatyzacji wdrożyła Czechosłowacja, a od 1 października 1992 r. realizuje go Rosja. Nawet w Rumunii rozpoczęto proces powszechnej prywatyzacji i kończy się wydawanie obywatelom certyfikatów na tytuły własnościowe, a w ramach prywatyzacji kapitałowej sprzedano już 5 tys. małych zakładów i ogólna liczba przedsiębiorstw prywatnych osiągnęła 200 tys. Bardzo zaawansowane są procesy prywatyzacji na Węgrzech, udało się tam najpoważniej zaangażować kapitał zagraniczny – nawet ostrożnych zwykle Japończyków.

Ukraina też wyprzedziła Polskę w opracowywaniu zasad społecznego procesu prywatyzacji.

Polski projekt ustawy o powszechnej prywatyzacji i narodowych funduszach inwestycyjnych trafił do sejmu we wrześniu i został skierowany do rozpatrzenia w komisjach. Ale, jak twierdzi komentator „Rzeczypospolitej” (nr 231 z 1.10.1992 r., *Ekonomia i rynek*), „końca dyskusji na razie nie widać – bo ostatecznie posłowie postanowili [...] dalszą dyskusję odłożyć”.

Ukraina natomiast od marca ma już przyjęty komplet Ustaw Rady Najwyższej Ukrainy obejmujący:

- Ustawę o prywatyzacji małych przedsiębiorstw państwowych (mała prywatyzacja), postanowienie o wdrożeniu tej ustawy przyjęła Rada Najwyższa 6.03.1992 r.

- Ustawę o prywatyzacji mienia przedsiębiorstw państwowych, postanowienie o wdrożeniu tej ustawy przyjęła Rada Najwyższa 4.03.1992 r.

- Ustawę o papierach prywatyzacyjnych, wprowadzoną postanowieniem Rady Najwyższej z 6.03.1992 r.

Nie opublikowano dotychczas jedynie programu prywatyzacji gospodarki rolnej; jest on bowiem trudny do uzgodnienia ze względu na wynikającą ze społecznej inercji niechęć społeczeństwa i brak środków finansowych na głęboką zmianę infrastruktury rolnictwa.

Natomiast 7 lipca 1992 r. Rada Najwyższa Ukrainy przyjęła „Państwowy program prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych”. Wynika z niego, że ogólna wartość majątku państwowego wynosi 2 tryliony 191 milionów rubli. Po rozdzieleniu tej wartości pomiędzy obywateli Ukrainy otrzymamy kwotę 17 tys. rubli na osobę. W wyniku przeszacowań wartości majątku z tytułu inflacji wielkość ta będzie korygowana. W 1993 roku każdy obywatel Ukrainy otrzyma na określoną sumę certyfikaty prywatyzacyjne, którymi będzie mógł rozporządzać (zapłacić za prywatyzowane mienie państwowe, lub zamienić na gotówkę).

Wcześniej proces prywatyzacji prowadzono na podstawie dekretu prezydenta Ukrainy ze stycznia 1992 r. „O komercjalizacji handlu państwowego i spożycia zbiorowego” i z kwietnia 1992 r. „O komercjalizacji przedsiębiorstw i organizacji sfery usług”.

W „Ustawie o prywatyzacji mienia przedsiębiorstw państwowych” określono

następujące objekty własności państwowej podlegające prywatyzacji:

- mienie przedsiębiorstw, zakładów, warsztatów, wytwórni i innych jednostek organizacyjnych powstałych poprzez wydzielenie z samodzielnych przedsiębiorstw i kompleksów gospodarczych;
- nie ukończone objekty budowlane;
- stanowiące własność państwową udziały i akcje spółek lub innych organizacji gospodarczych.

„Ustawa o prywatyzacji niewielkich przedsiębiorstw państwowych (małej prywatyzacji)” obejmuje przewidziane do prywatyzacji w pierwszej kolejności przedsiębiorstwa: przetwórcze, terenowe, przemysłu materiałów budowlanych, przemysłu spożywczego i lekkiego, budownictwa, transportowe, handlowe, spożycia zbiorowego, użyteczności publicznej oraz eksploatacyjne i remontowe jednostki gospodarki mieszkaniowej.

Objektem prywatyzacji w ramach tej ustawy może być:

- ▲ przedsiębiorstwo państwowe lub jego część dająca się wydzielić organizacyjnie;
- ▲ nie zakończony obiekt budowlany;
- ▲ akcje i udziały państwowe.

Ogólna wartość tych obiektów podlegających wykupowi, w jednym akcie kupna-sprzedaży nie może przekraczać 20 mln rubli.

W ramach małej prywatyzacji dopuszcza się tylko dwie formy sprzedaży:

- ▲ wykup obiektu prywatyzacji przez pracowników z prawem pierwszeństwa;
- ▲ przetarg w drodze postępowania konkursowego na licytacji.

Za sprzedaż obiektów stanowiących własność ogólnopaństwową odpowiedzialny jest Fundusz Własności Państwowej Ukrainy oraz jego oddziały i przedstawicielstwa regionalne. Przy prywatyzacji obiektów stanowiących własność komunalną, odpowiednikiem Funduszu są organy prywatyzacji powo-

lane przez miejscowe rady deputowanych. Kupującym może być osoba prawna lub fizyczna dysponująca środkami własnymi (osoby fizyczne przy kwotach przewyższających 50 razy płace minimalne składają oświadczenie o źródłach przychodów), pożyczonymi lub papierami prywatyzacyjnymi (dopuszcza się wykup przez tworzone z obywateli Ukrainy stowarzyszenia kupujących, występujące po rejestracji jako osoby prawne). Środki finansowe kolektywów pracowniczych mogą być wykorzystywane na zakup prywatyzowanego mienia tylko wtedy, gdy stanowią osobistą własność prawną poszczególnych członków kolektywu.

Osoby prawne i fizyczne z zagranicy, osoby bez obywatelstwa oraz wspólne przedsiębiorstwa z udziałem inwestora zagranicznego, wnoszą opłaty za prywatyzowane obiekty tylko w walucie wymienialnej przy zastosowaniu specjalnego kursu prywatyzacyjnego. Pozbawione prawa zakupu prywatyzowanych obiektów są wszystkie osoby prawne z udziałem własności państwowej, organy władzy państwowej i rządu, pracownicy organów prywatyzacyjnych i osoby fizyczne, którym wyrokiem sądowym zabroniono prowadzenia działalności gospodarczej.

Wycenę i inwentaryzację obiektów małej prywatyzacji sporządzają organy prywatyzacji. Kierownik danego organu zatwierdza wycenę podpisaną imiennie przez osobę wyceniającą. Wartość obiektu, która jest ceną sprzedaży przy wykupie przez pracowników lub ceną wywoławczą na przetargu, ustala się na podstawie przeszacowanych wartości księgowych podstawowych funduszy i środków obrotowych przedsiębiorstwa z wliczeniem należności i nie regulowanych zobowiązań.

Fundusz Własności Państwowej i rady deputowanych ustalają wykazy obiektów małej prywatyzacji, dla których wycenę sporządza się na podstawie ekspertyzy z uwzględnieniem potencjalnych możliwości zysku lub ceny rynkowej.

Adam Peszko

Autor – doktor habilitowany nauk ekonomicznych, przedstawiciel METRONEX S.A. we Lwowie.

Krzysztof Kempieński

## Zarządzanie pasywami – struktura kapitałowa

Niniejszy tekst porusza kwestię zależności między strukturą kapitałową, ryzykiem i wartością przedsiębiorstwa oraz zależnością między strukturą pasywów a płynnością przedsiębiorstwa.

Przy podejmowaniu decyzji dotyczących struktury pasywów przedsiębiorstwa należy wziąć pod uwagę podstawowy cel jego działania: jest nim zazwyczaj maksymalizacja majątku jego właścicieli. Za właścicieli przedsiębiorstwa uznajemy zarówno akcjonariuszy, jak i wierzycieli. Na rynkową wartość kapitału przedsiębiorstwa (*owners equity*) – OE i długu (*debt*) – D mają wpływ dwie grupy czynników:

### ■ Zależne od zarządu przedsiębiorstwa:

- zysk generowany przez przedsiębiorstwo,
- ryzyko związane z funkcjonowaniem danego przedsiębiorstwa,
- perspektywy rozwoju danej firmy.

### ■ Niezależne od zarządu przedsiębiorstwa:

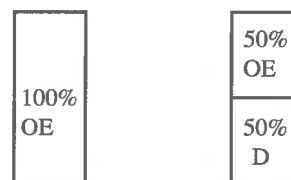
- stopa procentowa,
- koniunktura na rynku papierów wartościowych.

### Istota dźwigni finansowej

#### Przykład 1.

Przedsiębiorstwo finansuje swoje aktywa wyłącznie z kapitału własnego. Nie ma więc żadnych zobowiązań krótkoterminowych, ani długoterminowych (wszystkie płatności realizuje gotówką, natychmiastowo). Nie płaci też podatku dochodowego. Rentowność aktywów netto (równa rentowności brutto) wynosi 20%. Tyle też wynosi stopa zwrotu z kapitału własnego. Właściciele postanawiają zwiększyć stopę zwrotu z kapitału własnego, ponad obecny poziom, który jest równy średniemu poziomowi akceptowanemu przez rynek kapitałowy. W tym celu postanawiają sfinansować połowę aktywów swej firmy z kredytu długoterminowego, oprocentowanego 8% rocznie (stopa rynkowa). Zmieniają w ten

sposób strukturę pasywów firmy:



Zmiana ta wywiera znaczący wpływ na rachunek wyników przedsiębiorstwa. Jeżeli aktywa tej firmy mają wartość 100, to rachunek wyników ma następującą postać:

	I wariant	II wariant
dochód przed płatnością odsetek i podatku		
( <i>earning before interest taxes</i> ) – EBIT	20	20
odsetki ( <i>interest</i> ) – I	0	4
podatki ( <i>taxes</i> ) – T	0	0
dochód netto		
( <i>net earning</i> ) – NE	20	16
stopa zwrotu z kapitału własnego - NE/OE	20%	32%
pokrycie odsetek zyskiem		
( <i>interest coverage ratio</i> ) – EBIT/I	–	4

### Wpływ struktury kapitałowej na rynkową wartość przedsiębiorstwa

Rozważmy dalsze konsekwencje zmiany struktury kapitałowej przedsiębiorstwa z przykładu I. Przed zmianą stopa zwrotu z kapitału własnego tego przedsiębiorstwa wynosiła 20% i była to wielkość akceptowana przez rynek kapitałowy. Po zmianie zysk do podziału między akcjonariuszy wynosi 16. Ponieważ rynek wyrównuje stopy zysku, a zmiana struktury kapitałowej nie została przez inwestorów uznana za zwiększającą ryzyko (wysoki wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem), to wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym wyniesie  $NE/OE=20\%$ ,  $NE/20\%=OE$ ,  $OE=80$ . W wyniku zmiany struktury kapitałowej rynkowa wartość tego przedsiębiorstwa wzrosła i wynosi: rynkowa wartość długu – 50, rynkowa wartość kapitału własnego – 80, razem 130, co oznacza wzrost wartości o 30%.