

K.Salyga

Development of the investing theory for enterprise innovation activity

The principles of the investing theory for enterprise innovation activity have been generalized. The essence of such notions as “capital investment”, “basic funds”, “basic assets” has been defined. The analysis of financing sources for scientific and scientific and technical works in Ukraine and Zaporizhzhya Region has been done. The differences between the notions of “financing”, “investing”, “crediting” have been determined

Одержано 16.03.11

УДК 339.92

І.Л. Сазонець, проф., д-р екон. наук, М.М. Лещенко, асп.

Дніпропетровський національний університет імені Олеся Гончара

Холдинги в міжнародних злиттях та поглинаннях

У статті розглянуто процеси злиттів та поглинань як інструмент реалізації корпоративної стратегії. Виокремлено особливості динаміки укладання угод злиттів та поглинань у світовому господарстві. Визначено ключові тенденції регіонального та галузевого розподілу угод злиттів та поглинань. Досліджено участь холдингових компаній у процесах злиттів та поглинань.

корпоративна стратегія, злиття, поглинання, динаміка, світове господарство, розподіл, сектори економіки, холдинги.

Постановка проблеми. Масштаби та динаміка глобальних змін в світовому господарстві на початку ХХІ століття дали поштовх безпрецедентному зростанню впливу міжнародних компаній у всьому світі. Посилення позицій транснаціонального капіталу відбувається на тлі нестабільної світової економічної кон'юнктури та загострення монополістичної конкуренції в боротьбі за нові ринки. У зв'язку з цим, виключного значення набуває здатність компанії адаптуватися до мінливих умов і запропонувати ринку ефективну стратегію, яка б забезпечила додаткові конкурентні переваги. Важливе місце у формуванні такої стратегії займають процеси злиття і поглинання. Саме злиття та поглинання в якості одного з основних компонентів корпоративної стратегії стали найважливішим інструментом отримання компаніями додаткових конкурентних переваг у боротьбі за нові ринки, збільшення обсягів продажів, підвищення власної ринкової капіталізації. Це обумовлює особливу важливість аналізу процесів злиттів та поглинань в сучасній економіці.

Разом з тим найбільші сучасні ТНК та МНК функціонують у вигляді міжнародних фінансово-промислових об'єднань, які у своїй структурі виділяють головну компанію та багаточисельні, пов'язані з нею відносинами корпоративної участі, дочірні і асоційовані фірми (підрозділи), що працюють у сфері промисловості, торгівлі і маркетингу, фінансів, НДДКР та розташовані як в основній країні базування головної компанії, так і за кордоном. Основою економіки розвинених країн є великі інтегровані структури, в першу чергу холдингові об'єднання, які акумулюють можливості промислового, фінансового, торговельного, інформаційного і інтелектуального капіталів. На сьогодні холдинги стали активними суб'єктами міжнародного бізнесу та виступають в якості інструментів реалізації корпоративних стратегій.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. В зарубіжній літературі вивченню питань, пов'язаних зі злиттями та поглинаннями, присвячено значну кількість публікацій. Багато авторів розглядають злиття та поглинання як спосіб реалізації

корпоративної стратегії фірми та в якості інструменту зовнішньої експансії міжнародних компаній. Визнаними фахівцями в сфері злиттів та поглинань є такі зарубіжні науковці як, Р. Брейлі, Р. Вернон, Дж. Данінг, С. Майерс, Д. Ревенскрофт, С. Уївер, Д. Робертс, Р. Коуз, К. Менар, Ф. Шерер, Б. Джордан, Дж. К. Хорн, Ф. Ченг. Слід відзначити вагомий внесок російських вчених у вивченні процесів злиттів та поглинань, зокрема: Т.Я. Білоус, І.Д. Іванова, А.А. Міронова, В.Ф. Железової, Ю. Вінслава, І. Владімірової, Ю. Авхачева та ін. Серед вітчизняних вчених значну увагу процесам злиттів та поглинань приділяли А. Кияк, Д. Лук'яненко, Ю. Макогон, В. Морозов, В. Новицький, О. Рогач, В. Рокоча, Ю. Руденко, Н. Рудик, А. Румянцева, С. Сіденко, О. Сльозко, А. Філіпенко, С. Якубовський. Холдингові структури як форма інтеграції сучасного бізнесу розглядається у працях багатьох зарубіжних та вітчизняних вчених: І. Ансофа, М. Портера, А. А. Томпсона, А. Дж. Стрікланда, Г. Пфайффера, А. Хайека, У. Хюффера, Е. Азроянц, І. Герчикової, А. Р. Горбунова, М. І. Кулагіна, В. Лаптева, Н. Ю. Псарьової, І. Бейцуна, І. В. Лукач, А. Панченка, С. Погорелова, І. Л. Сазонця, Ю. Г. Уманців, Г. В. Уманців, В. Федчука, С. М. Хеди. Водночас місце холдингових об'єднань у процесах міжнародних злиттів та поглинань науковцями не розглядалося, що зумовлює актуальність даної проблематики.

Формулювання цілей статті. Метою статті є виокремлення особливостей участі холдингів у процесах міжнародних злиттів та поглинань. Основними завданнями дослідження виступають: проаналізувати динаміку угод злиттів та поглинань у світовому господарстві; визначити особливості регіонального розподілу укладених угод злиттів і поглинань у світі; узагальнити тенденції галузевого розподілу світових угод злиттів і поглинань; дослідити участь міжнародних холдингових компаній у процесах злиттів та поглинань.

Виклад основного матеріалу. Розширення масштабів своєї діяльності і присутності на світових ринках компаніям більш вигідно здійснювати шляхом встановлення прямого контролю над діяльністю інших підприємств замість прямого інвестування коштів у виробництво або в широкомасштабну рекламну компанію. Встановлення такого контролю можливе за рахунок використання злиттів та поглинань як ефективного інструменту конкурентної боротьби на світових ринках [4]. Злиття та поглинання (Mergers and Acquisitions, M&A) та корпоративні реструктуризації завжди були складовою частиною корпоративного фінансового світу. Щодня в світі відбуваються десятки транзакцій, які об'єднують окремі компанії з метою створення більш великих компаній. Угоди щодо злиттів та поглинань, на сьогодні, виступають найпопулярнішим механізмом інвестування великих міжнародних компаній та одним з основних інструментів глобалізації, яка на рівні корпоративного будівництва проявляється в формуванні глобальних корпорацій та побудові глобальних брендів [1].

Основним фактором, що визначив тенденції угод M&A у світовому господарстві стала світова економічна криза. Як наслідок, більшість міжнародних компаній на деякий час відмовилися від реалізації стратегії росту та змушені були скоротити власні інвестиції внаслідок зменшення корпоративних доходів та зниження загального рівня цін міжнародних корпорацій. У 2008 році об'єм акціонерного капіталу зменшився на 81 млрд. дол. США, що становило 18 % загального зниження рівня інвестицій міжнародних компаній. Такі показники відобразили негативні очікування іноземних інвесторів щодо економічних перспектив та їх прагнення до акумулювання грошових ресурсів для фінансування труднощів у майбутньому. Внаслідок цього, кількість та загальна вартість угод M&A різко зменшились протягом 2008-2009 рр. (див. рисунок 1). Зменшення вартості таких угод, в свою чергу, мали вагомий вплив на кінцеві потоки іноземних інвестицій між світовими економіками.

Як свідчать дані рис. 1, динаміка вартості та кількості угод M&A має хвилеподібний характер з двома піками у 2000 р. та 2007 р., після яких можна прослідкувати зниження за обома показниками. Протягом 2008-2009 рр. вартість угод

М&А зменшилась на 40 % і становила 249732 млн. дол. США. Кількість відповідних угод зменшилась на 35 % від 7018 у 2007 р. до 4239 у 2009 р. В цілому, в порівнянні з 2000 роком, вартість угод купівлі-продажу акцій міжнародними компаніями зменшилась на 72,4 % а їх кількість – на 35,2%.

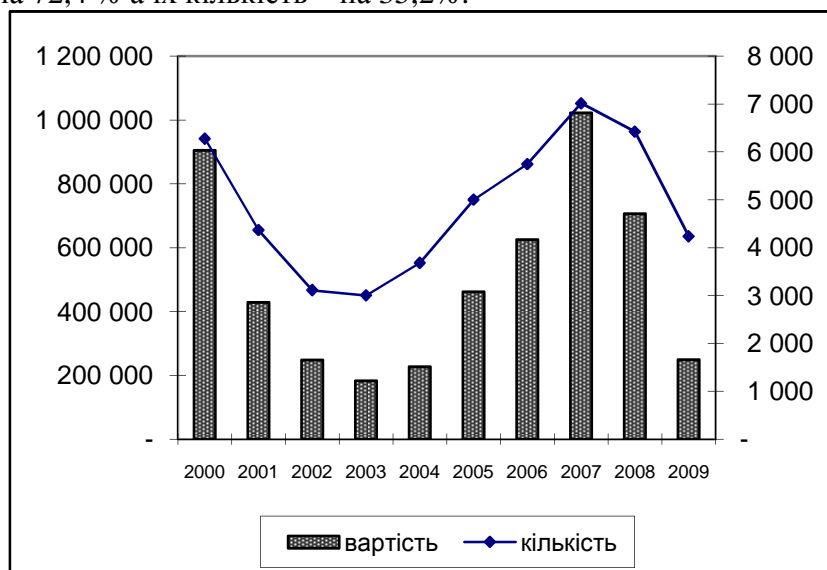


Рисунок 1 – Динаміка вартості та кількості світових угод М&А протягом 2000-2009 рр.*

* - складено за даними [6]

До зменшення обсягів інвестицій компаній у розширення власної діяльності призвело декілька причин. По-перше, різке зниження вартості акцій великих компаній у розвинутих країнах на світових фондових біржах (більше 40 % у 2008 році) призвели до скорочення обсягів інтеграції. Крім того, фінансова криза призвела до подорожчання та ускладнення фінансування угод передачі володіння контрольним пакетом акцій за рахунок власних та запозичених коштів. Внаслідок фінансової кризи виникли проблеми з фінансуванням угод М&А, коли вартість залучення позичкового капіталу стала не вигідною через біржові жорсткі умови банківського кредитування та зростання процентних ставок для корпоративного сектору.

В той же час, зниження цін на акції дозволило компаніям використати шанс вийти на ринок, який раніше був недосяжним для деяких компаній через наявність різного роду бар'єрів. Деякі великі міжнародні холдинги скористалися можливістю зміцнити свої конкурентні переваги на закордонних ринках (табл. 1).

Таблиця 1 – приклади угод М&А за участю міжнародних холдингів у 2008- 2009рр. *

№ з/п	Материнська компанія	Викуплена компанія	Галузь економіки	Вартість угоди (млн. дол. США)	Частка у статутному капіталі, %
1	Serafina Holdings Ltd (Великобританія)	Intelsat Ltd (Бермуди)	Телекомунікації	16000	76
2	Investor Group (Японія)	Nacionale Minerios SA (Бразилія)	Гірничо-видобувна промисловість	3120	50
3	Huaneng Group China (Китай)	Tuas Power Ltd (Сінгапур)	Електроенергетика	3072	100

4	Royal Bank of Canada (Канада)	RBTT Financial Holdings Ltd (Тринідад и Тобаго)	Банківська справа	2235	100
5	Unicredito Italiano SpA (Італія)	OJSC Ukrsofsbank (Україна)	Банківська справа	2231	94
6	Investor Group (Казахстан)	Petkim Petrokimya Holding AS (Туреччина)	Нафтопереробна галузь	2050	51
7	Consolidated Minerals Ltd (Австрія)	Palmary Enterprises Ltd (Україна)	Металургія	1009	88
8	Formata Holding BV (Нідерланди)	Ryaterochka Holding (Росія)	Харчова промисловість	940	100
9	Vodafone Group PLC (Великобританія)	Ghana Telecommunications Co Ltd (Гана)	Радіотелекомунікації	900	70
10	Central African Mining & Expl (Великобританія)	DRC Resources Holdings Ltd (Конго)	Гірничо-видобувна промисловість	732	50

* - складено за даними [6]

До таких дій вдалися компанія «Stichting Interbrew» (Бельгія), що розширила власну діяльність шляхом включення до холдингової групи компаній «Anheuser Busch» (США), «United States Brewery» (США), витративши на це 52 млрд. дол. США, а британська компанія «Imperial Tobacco» здійснила інтеграцію за рахунок включення до складу холдингової групи компанії «Altadis» (Іспанія), придбавши її контрольний пакет акцій за 18 млрд. дол. США.

Яскравими прикладами вигідних угод злиттів та поглинань стали декілька угод європейських банківських холдингів: банківські операції бельгійського банку «Fortis SA/NV» стали підконтрольні «BNP Paribas» (Франція); «Banca Antonveneta», італійський філіал «Banco Santander SA» був куплений італійською «BMPS» за 13,2 млрд. дол. США. У Сполучених Штатах Америки, декілька банків, що були на межі банкрутства були викуплені іншими американськими організаціями за підтримки державного фінансування. В той же час, іноземні банки скористалися сприятливою нагодою придбати пакети акцій ряду крупних банків Сполучених Штатів. Так, «Toronto Dominion Bank» (Канада) та японський «Mitsubishi UFJ Financial Group» збільшили свої активи у «United States Commerce Bancorp» (на 8,6 млрд. дол. США) та у «Morgan Stanley» (на 7,8 млрд. дол. США).

Аналізуючи активність компаній щодо міжнародної інтеграції за групами країн, слід відмітити наступні тенденції. Динаміка кількості угод була однаковою для розвинутих країн та країн, що розвиваються – їх зниження протягом 2001-2003 рр., зростання протягом 2004-2007 рр., та падіння після 2007 р. викликане наслідками фінансової кризи. Так, у розвинутих країнах кількість угод M&A за 2008-2009 рр. зменшилась на 43,7 % і становила 2920, що майже в 2 рази менше рівня 2000 року. У країнах, що розвиваються, кількість угод злиттів і поглинань протягом 2008-2009 рр. зменшилась на 37 % і становила 975, що на 101 угоду менш, ніж у 2000 році. Таке зниження стало наслідком скорочення експорту та здешевлення природних ресурсів, що зробило ринок цільових фірм не привабливим. В цілому, протягом 2000-2009 рр. у

розвинутих країнах було укладено у 3,6 разів більше угод більше ніж у країнах, що розвиваються та у 5,6 разів більше, ніж у країнах з перехідною економікою. Тенденції до зниження вартості угод M&A протягом 2001-2003 рр. та 2008-2009 рр. були однаковими для всіх груп країн. У розвинутих країнах об'єм угод за 2008-2009 рр. зменшився на 77 % і становив 203530 млн. дол. США, що на 76 % менше рівня 2000 року; у країнах, що розвиваються вартість угод за даний проміжок скоротилась на 61% і становила 39077 млн. дол. США, що у 1,4 рази менше ніж у 2000 році; у країнах з перехідною економікою вартість угод склала 7125 млн. дол. США, на 77% менш, ніж у 2007 р. та у 11 разів менше, ніж у 2000 році.

Що стосується галузевого розподілу угод злиттів та поглинань, то в цілому після 2007 року спостерігалось зниження активності у сферах матеріального виробництва та послуг та зростання активності у обмеженому числі секторів економіки: харчової промисловості, гірничодобувної та нафтопереробної галузі, механічних транспортних засобів і іншого транспортного обладнання, бізнес-послуг.

В цілому, ключовою тенденцією укладання угод M&A протягом останніх років стало збільшення їх кількості в гірничодобувній галузі, яка отримала найбільшу вигоду від дворазового подорожчання вугілля і руди. Водночас швидко зросла кількість угод з боку китайських металургійних компаній, які поспішали зміцнити свою сировинну безпеку, за рахунок включення до складу холдингових груп видобувних підприємств. Серед найбільших угод 2009 р. в гірничодобувній галузі відзначимо три за участю китайських компаній. Китайський фонд «China Investment Corp» купив 51 % канадської гірничодобувної компанії «Teck Resources» за 1,5 млрд. дол. США, яка до цих пір не може стабілізувати фінансове становище після купівлі в 2008 р. канадської вугільної компанії «Fording Canadian Coal Trust» за 11,6 млрд. дол. США. В секторі кольорових металів китайська холдингова компанія «Minmetals» заплатила 1,39 млрд. дол. США за компанію «OZ Minerals» (видобуток цинкового сировини в Австралії). Найдорожчою стала операція з купівлі гірничодобувною компанією «Yanzhou Coal Mining» австралійської «Felix Resources», ресурси якої складають 1,5 млрд. т та поставляє вугілля в Південну Корею і Японію за 2,75 млрд. дол. США. У сировинному секторі в березні 2010 р. «Wuhan Iron & Steel», один з найбільших сталевиробників КНР, оголосила про плани придбання за 68,5 млн. дол. США 60 % залізорудної проекту «Bong» в Ліберії, запаси якого оцінюються в 4 млрд. т. У 2009 році «Wuhan» купила 19,9 % акцій канадської компанії «Consolidated Thompson Iron Mines Ltd» за \$ 240 млн. дол. США і 13,04 % акцій в австралійській сировинній компанії «Centrex Metals Ltd» [5].

У країнах СНД вартість угод злиттів та поглинань в гірничодобувної галузі в минулому році скоротилась до 3,2 млрд. дол. США у порівнянні з 25,2 млрд. дол. США в 2008 р. У т.ч., у Росії загальна сума угод M&A склала 46,1 млрд. дол. США, що на 62% менше, ніж у 2008 р. За даними компанії ReDeal, обсяг ринку склав ще меншу суму - 56,2 млрд. дол. США. У 2010 р. великих угод в Росії поки не було - відзначимо покупку в лютому групою «Мечел» виробника гарячекатаного прокату «SC Laminorul SA Braila» в Румунії (вартість поки невідома). Російська компанія вже володіє декількома металургійними активами в Румунії – «Targoviste», «Campia Turzii» і «Ductil Steel». Для іноземних холдингів привабливими після економічної кризи стали ринки харчової та автомобільної промисловості Казахстану, Росії та України. Так, наприклад, французька компанія «Renault» стала власником контрольного пакету акцій ВАТ «АВТОВАЗ», уклавши угоду вартістю у 1,2 млрд. дол. США.; «PepsiCo» (Великобританія) придбала 75 % акцій ВАТ "Лебедянський" (Росія) – найбільшого в країні виробника соків – за 1,4 млрд. дол. США. До речі, ця угода була найдорожчою у харчовій промисловості Росії та стала найбільшим іноземним придбанням холдингу «PepsiCo» по всьому світу.

У результаті злиття і поглинань холдингові компанії, об'єднуючи взаємодоповнюючі активи, отримують більш високий потенціал для подальшого розвитку власної діяльності. Об'єднана структура за рахунок зниження можливих ризиків і збільшення прибутковості посилює інвестиційні позиції компаній. Можливості використання накопиченого раніше в кожного з підрозділів управлінського і технологічного досвіду, знань різних сегментів ринку сприяють зміцненню холдингу і підвищують його вартість [2].

Висновки та перспективи подальших досліджень. Таким чином, проаналізувавши викладений матеріал можемо виділити декілька ключових тенденцій щодо участі холдингових компаній у міжнародних злиттях та поглинаннях. По-перше, внаслідок світової фінансової кризи загальна кількість та вартість угод М&А знизилась протягом 2008-2009 рр. після п'яти років неспинного зростання. По-друге, холдингові компанії з країн, що розвиваються демонструють потужний потенціал та прагнення розширювати власну міжнародну діяльність через підкорення закордонних підприємств. Оскільки та тлі загального зниження кількості та вартості злиттів та поглинань, активність холдингових компаній у країн даної групи була на досить високому рівні. По-третє, збільшення кількості угод злиттів та поглинань у гірничодобувній галузі, внаслідок зростання цін на вугілля та руду. Хоча найбільшу питому вагу у галузевому розподілі угод М&А міжнародних компаній становить сектор послуг. До галузей, в яких протягом останніх років було зафіксовано найбільшу кількість угод злиттів та поглинань належать банківські послуги, ділові та фінансові послуги, транспорт та торгівля.

Перспективи подальших досліджень, з нашого погляду, стосуватимуться аналізу механізму здійснення угод М&А холдинговими компаніями. Планується дослідити можливості холдингів у підвищенні ефективності окремих одиниць бізнесу та їх розвиток в Україні.

Список літератури

1. Гохан Патрик А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / Патрик А. Гохан; Пер. с англ. – 3-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 741 с.
2. Доналд Депаμφилис Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании/ пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007.– 960 с.
3. Сазонец І.Л., Джусов О.А., Сазонец О.М. Міжнародна інвестиційна діяльність: Навчальний посібник. — Київ: Центр навчальної літератури, 2003. — 156 с.
4. Сазонец І.Л. Посилення ролі ТНК: позитивні і негативні наслідки // Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України. Збірник наук. праць. Вип.24.: СУМИ ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2009.- с.122-127
5. Слияния и поглощения-2010: Китай охотится за сырьем /[Електронний ресурс] Карпенко Г. *Металургія України*. Режим доступу: http://metallurgy.at.ua/news/slijanija_i_pogloshhenija_2010_kitaj_okhotitsja_za_syrem/2010-04-19-1933.
6. World Investment Report 2009: Transnational Corporations, Agricultural Production and Development. United Nations Conference on Trade and Development: New York and Geneva, 2009.- 274 с.

И.Сазонец, М.Лещенко

Холдинги в международных слияниях и поглощениях

В статье рассмотрены процессы слияний и поглощений в роли инструмента реализации корпоративной стратегии. Определены особенности динамики заключения сделок слияний и поглощений в мире. Выделены ключевые тенденции регионального и отраслевого распределения сделок слияний и поглощений.

I. Sazonets, M.Leschenko

Holding companies in the international mergers and acquisitions

The mergers and acquisitions as an instrument of corporate strategy are certain. The particular of the dynamics of agreements mergers and acquisitions in the global economy are considered. The main trends of regional and sectoral distribution of mergers and acquisitions are shown. The participation of the holding companies in mergers and acquisitions are certain.

Одержано 30.03.11

УДК 330.322.01

Є.М. Палига, проф., д-р екон. наук, Х.Я. Яремик, ст. викл.

Українська академія друкарства, м. Львів

І.Б. Скворцов, проф., д-р екон. наук

Національний університет «Львівська політехніка», м. Львів

Основні проблеми визначення ефективності інвестиційних проектів

Розглядаються основні проблеми обґрунтування ефективності інвестиційних рішень. Пояснено явне і неявне використання чиннику часу при визначенні ефективності інвестиційних проектів. Розкрито механізм порівняння грошових потоків і запасу. Обґрунтовано необхідність здійснення переходу в розгляді економічних процесів від дискретного методу до неперервного.

ефективність інвестицій, методи обґрунтування, приведені витрати, коефіцієнт ефективності, ставка дисконтування, чинник часу

Постановка проблеми. В економічній теорії методи обґрунтування економічної ефективності інвестиційних проектів і загалом ефективність інвестицій досліджується вже давно. Це пояснюється тим, що будь-які помилки, які можуть виникнути під час прийняття такого рішення, надзвичайно важко виправляти. А кошти, які при цьому можуть бути втрачені, у більшості випадків є значними. Тому краще все ретельно прорахувати на початкових стадіях обґрунтування такого рішення, що є запобіжним заходом перевитрат грошових і матеріальних ресурсів. Існує значна кількість методів обґрунтування ефективності інвестиційних проектів. Проте всіх їх можна згрупувати до трьох базових підходів: за коефіцієнтом ефективності і методами, які на цій методиці базуються; за чистою теперішньою вартістю (ЧТВ) і окремими методами, які є її модифікованою формою; розрахунку точки беззбитковості і пов'язані з нею методики. Головною проблемою цих методів обґрунтування економічної ефективності інвестиційних проектів є те, що вони не об'єднуються в єдиний методологічний підхід, а застосовуються для вирішення окремих конкретних завдань. Наслідками цього є те, що, застосовуючи різні методи обґрунтування ефективності інвестиційного проекту, можна отримувати результати, які суперечать один-одному.

Огляд останніх досліджень. Загальна кількість публікацій на тему ефективності інвестицій і цієї діяльності загалом є значною [1 – 5]. Проте в більшості із них виконується уточнення і конкретизація застосування існуючих методів, але з врахуванням особливостей окремих галузей або застосування окремих показників цих методик. Існує і інша особливість застосування цих методик. Так, в радянський період основними методами для обґрунтування інвестиційних рішень вважали методи, які базувались на коефіцієнті ефективності, приведених витратах тощо, а методи дисконтування (ЧТВ) застосовувались вкрай рідко. Тепер все навпаки – методи ЧТВ є