

**Міністерство освіти і науки України
Кіровоградський національний технічний університет**

Кафедра економіки та організації виробництва

**ЕКОНОМІКА ТА ОРГАНІЗАЦІЯ
ДІЯЛЬНОСТІ ОБ'ЄДНАНЬ
ПІДПРИЄМСТВ**

НАВЧАЛЬНИЙ ПОСІБНИК

Кіровоград
Видавець Лисенко В.Ф.
2015

ББК

С 40

УДК 334.7

Рекомендовано вченою радою КНТУ як навчальний посібник для
студентів вищих навчальних закладів
Протокол №2 від 04.11.2013 р.

Рецензенти:

Грушко Віктор Іванович - д.е.н., професор, зав. кафедри фінансів та банківського бізнесу Вищого навчального закладу університет економіки та права «КРОК».

Березін Олександр Вікторович - д.е.н., професор, зав. кафедри економіки підприємства Вищого навчального закладу Укоопспілки «Полтавський університет економіки і торгівлі»

Сисоліна Н.П., Савеленко Г.В., Василенко Л.П.

С40 Економіка та організація діяльності об'єднань підприємств:
Навчальний посібник. – Кіровоград: КНТУ, 2015.- 280 с.

ISBN

У навчальному посібнику, складеному за навчальною програмою курсу «Економіка та організація діяльності об'єднань підприємств», основну увагу приділено розкриттю тем курсу та вирішенню практичних завдань

Призначений для студентів магістрів (спеціалістів), що навчаються за напрямом «Економіка та підприємництво», зокрема для спеціальності «Економіка підприємства», а також буде корисним для підприємців з певним досвідом роботи в бізнесі

ББК

ISBN

© Сисоліна Н.П., Савеленко Г.В., Василенко Л.П., 2015
© Лисенко В.Ф., 2015

Передмова

В сучасних ринкових умовах, в умовах поглиблення глобалізації в світі вивчення закономірностей функціонування і розвитку об'єднань підприємств є актуальним питанням.

Основна мета навчально-методичного посібника - закріплення знань з теорії дисципліни «Економіка та організація діяльності об'єднань підприємств», формування навичків та вміння самостійно аналізувати складні організаційні та виробничі ситуації в об'єднаннях підприємств, приймати обґрунтовувані ефективні рішення по їх врегулюванню.

Предмет «Економіка та організація діяльності об'єднань підприємств» включає вивчення теорії і практики господарювання на рівні об'єднання підприємств, конкретних форм і методів господарювання, принципів формування й використання виробничого потенціалу і взаємодії всіх видів ресурсів, організації та ефективності господарсько-комерційної діяльності об'єднання.

Методологія вивчення курсу включає сукупність конкретних методів, а саме: застосування історичного та макро і мікро-економічного методів до оцінки процесів (явищ); інваріантність (альтернативність) розв'язання тих чи інших господарських завдань; використання сучасного наукового інструментарію пізнання та прийняття управлінських рішень, аналіз, узагальнення й визначення можливих (доцільних) сфер застосування ефективного зарубіжного досвіду господарювання об'єднань підприємств.

ЗМІСТ

РОЗДІЛ І. ЗАГАЛЬНІ ЗАСАДИ ОБ'ЄДНАННЯ ПІДПРИЄМСТВ	7
1.1. ОБ'ЄДНАННЯ ПІДПРИЄМСТВ ЯК СУБ'ЄКТ ГОСПОДАРЮВАННЯ	7
<i>1.1.1. Принципи об'єднання підприємств</i>	7
<i>1.1.2. Види об'єднань підприємств</i>	9
1.2. СПЕЦІАЛІЗАЦІЯ І КООПЕРУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ ОБ'ЄДНАННЯ	29
<i>1.2.1. Спеціалізація і її види</i>	29
<i>1.2.2. Кооперація підприємств об'єднання</i>	32
1.3. ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ОБ'ЄДНАНЬ ПІДПРИЄМСТВ	34
<i>1.3.1. Державне регулювання діяльності об'єднань підприємств</i>	34
<i>1.3.2. Нормативно-правова база створення холдингів в Україні та контроль за процесами економічної концентрації</i>	37
РОЗДІЛ ІІ. ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНА ДІЯЛЬНІСТЬ ОБ'ЄДНАННЯ ПІДПРИЄМСТВ	46
2.1. ФІНАНСУВАННЯ ОБ'ЄДНАНЬ ПІДПРИЄМСТВ	46
<i>2.1.1. Фінансові аспекти організації, функціонування і реорганізації об'єднань підприємств</i>	46
<i>2.1.2. Корпоративні цінні папери і операції з ними</i>	58
<i>2.1.3. Показники, що визначають положення корпорації на фондовому ринку</i>	78
<i>2.1.4. Вартість капіталу корпорації</i>	86
<i>2.1.5. Структура капіталу</i>	102

2.1.6. Фінансові особливості діяльності транснаціональних корпорацій	110
2.2. РЕГУЛЮВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ОБ'ЄДНАНЬ ПІДПРИЄМСТВ	115
2.2.1. Основні складові регулювання діяльності об'єднання підприємств	115
2.2.2. Стратегічні напрями діяльності об'єднань підприємств	128
РОЗДІЛ III. ВИДИ ОБ'ЄДНАНЬ ПІДПРИЄМСТВ ТА ЇХ СПЕЦИФІКА	136
3.1. ХОЛДИНГОВА ОРГАНІЗАЦІЯ ОБ'ЄДНАНЬ ПІДПРИЄМСТВ	136
3.1.1. Холдингові компанії в ринковій економіці	136
3.1.2. Організаційно-правові основи холдингової організації в Україні	144
3.2. ОРГАНІЗАЦІЙНО-УПРАВЛІНСЬКІ СТРУКТУРИ ОБ'ЄДНАННЯ ПІДПРИЄМСТВ	154
3.2.1. Основні засади організаційно-управлінських структур об'єднань підприємств	154
3.2.2. Організаційно-управлінські структури об'єднань підприємств	158
3.2.3. Структура та компетенція органів управління холдингової компанії	163
3.2.4. Організаційна структура ТНК	169
3.3. ОРГАНІЗАЦІЯ ЦИКЛУ „ДОСЛІДЖЕННЯ-ВИРОБНИЦТВО” В ОБ'ЄДНАННЯХ ПІДПРИЄМСТВ І НАУКОВИХ УСТАНОВАХ	178
3.3.1. Основні стадії циклу „дослідження-виробництво” в об'єднаннях підприємств і наукових установах	178

<i>3.3.2. Венчурний бізнес і нові форми інтеграції науки і виробництва</i>	183
3.4. ОСОБЛИВОСТІ ДІЯЛЬНОСТІ ФІНАНСОВО-ПРОМИСЛОВИХ ГРУП	192
<i>3.4.1. Загальні засади функціонування фінансово-промислових груп</i>	192
<i>3.4.2. Види і національні особливості обрання сучасних моделей ФПП</i>	198
<i>3.4.3. Злиття і поглинання — сучасна тенденція міжнародної інтеграції підприємств</i>	204
3.5. ГЛОБАЛІЗАЦІЯ РИНКІВ І ТРАНСНАЦІОНАЛЬНІ КОРПОРАЦІЇ	211
<i>3.5.1. ТНК як різновид міжнародної компанії в умовах глобалізації</i>	211
<i>3.5.2. Оцінка політики експансії ТНК</i>	217
3.6. СТРАТЕГІЧНІ АЛЬЯНСИ ПІДПРИЄМСТВ	221
<i>3.6.1. Фактори і мотиви розвитку транснаціональних альянсів</i>	221
<i>3.6.2. Форми транснаціональних альянсів</i>	225
РОЗДІЛ IV. ПРАКТИКУМ	233
<i>4.1. Тематика практичних (задачі й плани семінарських) занять</i>	233
<i>4.2. Перелік тем рефератів для самостійної роботи</i>	261
РЕКОМЕНДОВАНА ЛІТЕРАТУРА	263
ДОДАТКИ	265

РОЗДІЛ І. ЗАГАЛЬНІ ЗАСАДИ ОБ'ЄДНАННЯ ПІДПРИЄМСТВ

1.1. ОБ'ЄДНАННЯ ПІДПРИЄМСТВ ЯК СУБ'ЄКТ ГОСПОДАРЮВАННЯ

Основні поняття: *об'єднання підприємств, асоціації, концерни, корпорації, консорціуми, конгломерати, синдикати, картелі, трести, холдинги, франчайзингове підприємство, офшорні компанії, фінансово-промислових груп, кластери, пули, транснаціональні корпорації, стратегічні альянси*

1.1.1. Принципи об'єднання підприємств

Метою суспільного виробництва будь-якої держави є задоволення потреб громадян, що проживають на її території. Для досягнення цієї мети суспільство організовує матеріальне виробництво, первинною ланкою якого є підприємство.

Підприємство – це самостійно господарюючий суб'єкт, який володіє правами юридичної особи, що на основі використання трудовим колективом майна виробляє і реалізує продукцію, надає послуги з метою отримання прибутку. (Воно не має в своєму складі інших юридичних осіб).

Об'єднання — це єдиний виробничо-господарський комплекс взаємозв'язаних спеціалізованих суб'єктів господарювання (підприємств, науково-дослідних і проектно-конструкторських організацій, монтажних та інших структурних одиниць), створений на основі технологічної єдності процесів виробництва, однорідності продукції, що випускається, територіальній компактності об'єднаних суб'єктів господарювання, розвитку спеціалізації, кооперування, комбінування виробництва та централізації управління.

Розрізняють два типи таких об'єднань.

Перший тип об'єднань має договірну форму. Його основою є міжфірмова угода. У договірних об'єднаннях (господарських товариствах) сторони не створюють нової юридичної одиниці спільного володіння та не здійснюють перерозподілу акцій існуючих підприємств.

Другий тип об'єднань має форму спільного підприємства. У такому випадку об'єднання кількох підприємств веде до появи нового суб'єкта господарювання. Право власності на створюваному об'єднанні поділяється між учасниками відповідно до вкладеного

капіталу. Прикладом договірною об'єднання може бути консорціум, акціонерне товариство, корпорація.

Мотиви об'єднання можуть бути такі [1]:

- 1) диверсифікація виробництва;
- 2) придбання виробничої бази або джерел сировини;
- 3) скорочення капітальних витрат та зменшення ризику при створенні нових виробничих потужностей;
- 4) проникнення на новий ринок збуту продукції;
- 5) освоєння нових видів діяльності;
- 6) розширення діючого виробництва;
- 7) придбання нових каналів реалізації товарів або надання послуг;
- 8) підвищення ефективності маркетингу;
- 9) прагнення уникнути сезонної або циклічної нестабільності виробництва;
- 10) комплексне використання сировини, матеріалів, відходів виробництва;
- 11) реалізація складних інвестиційних та інноваційних проектів;
- 12) зниження за допомогою партнерів витрат виробництва тощо.

Підприємства можуть об'єднуватися в одну фірму, а можуть включати і кілька компаній, об'єднаних шляхом участі в акціонерному капіталі інших фірм. Можна вийти на контакт не тільки з головною, материнською фірмою, а й з її філією, дочірньою або асоційованою компанією.

В об'єднанні підприємств головні підприємства (будь-якої форми) контролюють діяльність дочірніх підприємств (контрольний пакет акцій).

Філія не має юридичної і фінансової самостійності і діє тільки від імені і за дорученням товариства (компанії).

Дочірні компанії є юридичне самостійними, самі укладають угоди, ведуть документацію, однак перебувають під суворим контролем материнської компанії.

Асоційована компанія юридично і фінансове самостійна і не перебуває під контролем фірми, яка володіє частиною її акціонерного капіталу.

Форми об'єднання підприємств

- горизонтальне - об'єднуються підприємства, що знаходяться на одній стадії виробничого процесу (мережа магазинів у сфері роздрібної торгівлі);
- вертикальне - об'єднуються підприємства, що знаходяться на різних стадіях виробничого процесу (сталеливарні фірми об'єднують

підприємства по видобуванню та переробці залізної руди та виплавляння сталі – створюються комбінати);

- диверсифіковане - об'єднуються підприємства різних галузей економіки – не пов'язані один з одним види виробництва (американський інвестиційний конгломерат Berkshire Hathaway, до складу якого входять фінансово-страхові, виробничі, енергетичні і транспортні активи. Крім того, Berkshire володіє (як фінансовий інвестор) значними пакетами в різних відомих компаніях - Coca-Cola, American Express, Procter & Gamble, Wells Fargo, американська залізнична компанія BNSF і ін.).

1.1.2. Види об'єднань підприємств

До найважливіших чинників, що визначають організаційно-правові форми об'єднання підприємств як суб'єкта господарювання, належать такі:

- цілі, які ставить перед собою група підприємств та шляхи їх здійснення в конкретному соціально-економічному середовищі;
- спосіб формування капіталу;
- методи здійснення виробничо-господарської діяльності;
- організаційна форма та методи управління об'єднанням підприємств;
- законодавча та нормативно-технічна база, що регламентує створення, функціонування та ліквідацію діяльності суб'єкта господарювання;
- форма організації виробництва тощо.

Залежно від форми організації господарської діяльності розрізняють наступні об'єднання: асоціації, концерни, корпорації, консорціуми, конгломерати, синдикати, картелі, трести, холдинги, франчайзингове підприємство, офшорні компанії, фінансово-промислових груп, кластери, пули, транснаціональні корпорації, стратегічні альянси тощо.

Асоціації - це договірні об'єднання, головна функція яких є постійна координація господарської діяльності підприємств-учасників без втручання в їх виробничу чи комерційну діяльність (агропромислова асоціація).

Так, агропромислова асоціація – це об'єднання, функцією якої є координація діяльності учасників з виробництва сільськогосподарської продукції, її переробки і реалізації кінцевої продукції з метою отримання вищої економічної вигоди.

Як інший приклад, можна назвати регіональну науково-промислову асоціацію «ГалАвто», засновану провідними машинобудівними підприємствами і організаціями м. Львова у 1991 році. Основна мета асоціації - взаємодопомога підприємств у сфері розробки і виробництва комплектуючих виробів, а також координація дій та обмін необхідною інформацією для життєдіяльності в нових економічних умовах господарювання. Членами цієї асоціації є більше 30 великих підприємств і організацій Львівщини, переважна більшість яких є відкритими акціонерними товариствами з різними формами власності. Серед них: АТ «Львівський автобусний завод», АТ «Львівський завод «Автонавантажувач», АТ «Завод «Львівсільмаш», АТ «Львівський мотозавод», Спільне українсько-німецьке підприємство «Вебасто-Електрон», АТ «Конвеєр», АТ «Стрий Авто», АТ «Дрогобицький машинобудівний завод», Науково-виробниче акціонерне товариство «Плесо», м. Дрогобич та ін.

Спектр діяльності асоціації «ГалАвто» включає розробку, виробництво, реалізацію та сервісне обслуговування автобусів, тролейбусів, автоелектро-навантажувачів, автокранів; фрезерних верстатів, бурового і обробного інструменту, великої гами машин для сільського господарства, конвеєрних систем, різноманітних електронних приладів, а також комплексне проектування і будівництво різноманітних об'єктів виробничої та невиробничої сфери.

Концерн – добровільне статутне об'єднання, до складу якого можуть входити різнопрофільні підприємства промисловості, транспорту, торгівлі, банківської сфери, наукових організацій тощо на основі повної фінансової залежності від одного або групи підприємств.

Концерн, як складна форма господарської діяльності компанії, передбачає об'єднання підприємств промисловості, транспорту, торгівлі, банківської сфери тощо. Типовою ситуацією є формальне збереження учасниками концернів юридичної та господарської самостійності за умови здійснення підприємницької діяльності під контролем домінуючих у них фінансових угруповань.

Існують дво- та кількаповерхові концерни. Це найпоширеніша форма об'єднань, учасники якої (підприємства) мають обмежену самостійність, єдину власність, єдину систему управління та контролю. Вони утворюються на основі горизонтальної, вертикальної та диверсифікованої інтеграції.

Учасниками концерну можуть бути корпорації, які об'єднують свої потенціали й зусилля в ринковій стратегії.

Характерною особливістю концернів є взаємне проникнення капіталів різних галузей, а їх головною перевагою (як форми

успішності потенціалів виробничої діяльності) - надвелика концентрація фінансових і промислових ресурсів, оскільки в концерні можуть об'єднуватися різногалузеві комерційні структури, власники реальних ресурсів і грошей.

Отже, концерн — найбільш поширена форма об'єднань, учасники якої (підприємства) мають обмежену самостійність, єдину власність, єдину систему управління та контролю.

У світовій практиці спочатку в концерні об'єднувались переважно підприємства однієї галузі промисловості, що дістало назву горизонтального комбінування (інтеграції). З середини ХХ ст. утворення концернів стало відбуватися за принципом диверсифікації виробництва, коли один концерн став об'єднувати підприємства різних галузей економіки, наприклад промисловості, транспорту, банківські й страхові компанії тощо.

Концерни можуть утворюватися і на основі об'єднання підприємств, пов'язаних єдиним технологічним процесом виробництва, починаючи з добування сировини і закінчуючи реалізацією готової продукції через власну торговельну мережу (вертикальне комбінування або інтеграція).

Сучасним концернам притаманний інтернаціональний характер діяльності. Прагнучи підвищити конкурентоспроможність своїх товарів, концерни відкривають свої довірчі компанії в інших країнах, здійснюють їх інвестування, створюючи у такий спосіб підприємства з іноземними інвестиціями та іноземні підприємства. Діяльність таких концернів має досить високий рівень спеціалізації та кооперування виробництва, коли деталі одного виробу виготовляються на багатьох підприємствах, які часто перебувають у різних країнах.

Вирішальні конкурентні переваги таких концернів на конкретному ринку зумовлені:

- перевагами великих масштабів комбінування виробництва;
- постійним упровадженням у виробництво нової техніки і випуском нових видів продукції;
- концентрацією патентів "ноу-хау";
- високим професіоналізмом керівників і спеціалістів.

При створенні концерну необхідно ретельно й всебічно обґрунтувати доцільність об'єднання підприємств. Важливою умовою є добровільність входження підприємств у концерн.

Корпорація - договірні об'єднання, де учасники поєднують свої виробничі, комерційні, а за необхідністю і наукові інтереси, делегують окремі повноваження об'єднанню, надаючи йому право централізовано

регулювати їх діяльність у певних межах. Найбільшою мірою вона пристосована до великого виробництва.

Корпорація, як договірне об'єднання підприємств, створюється з метою захисту їхніх конкретних інтересів. З позиції управлінської практики корпорація розглядається в двох аспектах. Корпорація може розглядатися як союз партнерів (для захисту певних привілеїв їх учасників) або це акціонерні компанії.

Перші корпорації виникли в США в середині XIX ст. у будівництві залізниць, а на початку XX ст. вони стали головною формою організації великого промислового виробництва.

У корпорацію, як правило, входять промислові підприємства, будівельні та транспортні організації, виробничо-технічні об'єднання, проектно-конструкторські організації, науково-дослідні інститути, різні асоціації, концерни та інші суб'єкти господарювання.

У ринковій економіці корпорації як організаційна форма господарювання стали головною виробничою ланкою завдяки таким перевагам:

- акціонери не відповідають за борги корпорації, а ризикують лише своїми акціями, корпорації мають більше можливостей залучати кошти населення та інвестувати їх у виробництво;

- висока ліквідність акцій, які постійно переходять із рук у руки та змінюють своїх власників. Водночас активи корпорації завжди залишаються її власністю як окремої юридичної особи, що забезпечує стабільність роботи корпорації;

- добра адаптованість для освоєння великих фінансових засобів;

- гнучкість управління;

- чіткість і коректність взаємовідносин між акціонерами й апаратом управління корпорацією. Наприклад, акціонер має право подати до суду на корпорацію, а корпорація — на акціонера, чого не можуть зробити партнери.

Разом з тим корпорація не є універсальною формою організації виробництва. Найбільшою мірою вона пристосована до великого виробництва. Низка недоліків, зокрема труднощі в регулюванні правової діяльності, статутні обмеження, подвійне оподаткування, коли податки сплачує акціонер і корпорація, значні витрати на управління, складність із поверненням вкладеного капіталу, роблять їх непридатними для малого бізнесу.

Консорціум, як статутне тимчасове об'єднання промислового і банківського капіталу створюється для досягнення певної мети (здійснення єдиного проекту, спільних наукових досліджень або проведення великих фінансових операцій).

Консорціум — об'єднання суб'єктів господарювання різних організаційно-правових форм (підприємств, об'єднань, банків, організацій тощо) на основі тимчасової угоди щодо спільної діяльності з метою здійснення єдиного проекту або проведення великих фінансових операцій. Це одна з форм об'єднання виробничого та банківського капіталів. Консорціуми виникли у фінансово-кредитній сфері як договірні банківські об'єднання (національні й міжнародні). У країнах з розвинутою економікою консорціуми створюються як міжнародні об'єднання суб'єктів господарської діяльності для реалізації великих проектів у будівництві, для освоєння родовищ корисних копалин, розв'язання складних науково-технічних завдань. Учасниками консорціумів можуть бути як приватні, так і державні підприємства й організації. За умов високих темпів розвитку НТП консорціуми можуть створюватися в нових перспективних галузях не лише для об'єднання капіталів, а й для проведення спільних наукових досліджень.

При утворенні консорціумів його учасники повністю зберігають свою самостійність. Але в тій частині спільної діяльності, яка стосується реалізації цілей консорціуму, вони підпорядковані спільно створеному органу управління.

Як і інші міжнародні об'єднання, консорціуми набули поширення в різних країнах та регіонах світу. Однак у деяких національних господарських системах консорціуми прижилися найбільш органічно, зокрема в Італії.

Типовим приводом до утворення консорціуму, нерідко із залученням кількох великих іноземних партнерів, є реалізація великого технологічно складного і капіталомісткого проекту, наприклад літакобудівного, аерокосмічного. Україна, зокрема, бере участь у консорціумному проекті "Sea Launch"(Морський старт). До складу консорціуму входять американська фірма Boeing Commercial Space Company (дочірнє підприємство аерокосмічної корпорації «Боїнг»), що забезпечує загальне керівництво і фінансування (40 % капіталу), російська ракетно-космічна корпорація «Енергія» (25 %), українські КБ «Південне» (5 %) і ПО «Південмаш» (10 %), а також норвезька суднобудівельна компанія Kvaerner (20 %). Штаб-квартира консорціуму знаходиться в каліфорнійському місті Лонг-Бич [2]. За даними інформаційного агентства УНІАН у червні 2009 р. компанія Sea Launch оголосила про своє банкрутство і фінансову реорганізацію. За рахунок фінансування російської ракетно-космічної корпорації (РКК) «Енергія» консорціум "Sea Launch" вийшов з процедури банкрутства, а РКК «Енергія» збільшила свою частку в ньому до 85 %.

Передумова ефективної участі України в цьому проєкті - її традиційна для останніх десятиліть спеціалізація на військово-космічних розробках і виробництві, що робить для країни особливо перспективним співробітництво в галузі мирного космосу. Крім участі в проєкті "Sea Launch", слід відзначити широке використання українських ракет у міжнародних космічних запусках. Наприкінці 90-х років XX ст. у підконтрольній національному космічному агентству України сфері працювало 17 державних організацій і 7 акціонерних товариств, які є світовими лідерами з багатьох напрямів аерокосмічного виробництва. Україна має у своєму розпорядженні ракети-носії "Циклон", "Зеніт-ЗСЛ", "Дніпро" з високими експлуатаційними якостями: (наприклад, російський "Союз" здатний вивести на орбіту 4 супутники, а "Зеніт-12").

Консорціум є ефективним засобом вирішення великих народногосподарських завдань. Після виконання поставленого завдання консорціуми припиняють свою діяльність або перетворюються в інший вид договірної об'єднання. За межами консорціуму його учасники залишаються конкурентами.

Наприклад, агроконсорціум — це підприємство, що створене завдяки добровільному об'єднанню на кооперативних засадах вільних матеріальних та фінансових ресурсів аграрних і промислових підприємств та банків з метою виробництва кінцевої продукції з сільськогосподарської сировини і одержання завдяки цьому додаткового прибутку на вкладений капітал.

Союз (спілка) - об'єднання підприємств по галузевій або територіальній ознаці, яке частіш за все не веде до сумісної господарської діяльності. Він розробляє економічні прогнози, організовує конференції, розповсюджує передовий досвід, проводить видавничу діяльність та ін.

Картель - об'єднання підприємств переважно однієї галузі для здійснення комерційної діяльності. Це договірна форма об'єднання суб'єктів господарювання, учасники якої укладають угоду про регулювання обсягів виробництва продукції, надання послуг або виконання робіт, про поділ ринків збуту та джерел сировини, наймання робочої сили, установлення рівня заробітної плати та соціальних гарантій для працюючих, про умови продажу та строки платежів тощо. Це монополія у прихованому вигляді, що існує в країнах з ринковою економікою у прихованому вигляді, незважаючи на антимонопольне законодавство. Учасники картелю зберігають господарську, комерційну, виробничу та юридичну самостійність.

Вони можуть бути внутрішні, експортні, імпорتنі, міжнародні.

Внутрішні картелі створюються в межах національного ринку або його частини. До них входять як дрібні, так і великі підприємства.

До складу експортних картелів входять національні фірми-експортери.

Імпортні картелі створюються фірмами, що переважно є великими імпортерами товарів, з метою протистояння постачальникам цих товарів.

Міжнародні картелі створюються фірмами кількох країн, які здійснюють імпорт, експорт товарів або те й інше одночасно. Вони можуть орієнтуватися як на глобальний, так і на регіональний ринок.

Фактична мета картелю – досягнення таких домовленостей між суб'єктами пропозиції на ринку, які дають їм змогу поліпшувати параметри та результативність своєї комерційної діяльності за рахунок створення більш сприятливих для себе договірних рамок і спільних засобів політики. Результатом таких домовленостей є зменшення тиску конкурентної боротьби за споживачів, погіршення умов діяльності останніх і послаблення стимулів оптимізації та розвитку виробництва.

З огляду на це картельні об'єднання у класичних виявах цього феномену за ринкової економіки, як правило, забороняються. Щоправда, такі заборони діють переважно на національному рівні і їх можна ефективно обминати. У сфері міжнародної економічної діяльності набули поширення експортні та імпортні картелі. Експортні картелі використовують дочірні фірми ТНК з метою розширення експорту та здійснення узгодженої, цілеспрямованої політики на ринку певної продукції. Імпортні картелі створюються великими імпортерами, часто - за участю дочірніх структур ТНК для протистояння іноземним конкурентам.

Найвідоміший приклад міжнародної картельної угоди - об'єднання країн-експортерів нафти - ОПЕК. Головним змістом спільних домовленостей цих країн є узгодження обсягів видобутку нафти і вплив на ринкові ціни на неї.

Унаслідок активної антимонопольної протидії урядів багатьох країн діяльності картелів з'явилися різновиди картельних союзів — конвенція, корнер, ринг, джентльменська угода тощо.

Конвенція — один із видів міжнародного договору, згідно з яким установлюються взаємні права та обов'язки держави, норми загального характеру. Конвенції можуть укладатися між фірмами різних країн і країнами взагалі (Наприклад: Конвенції про уникнення подвійного оподаткування між Україною і Кіпром, Конвенція про транснаціональні корпорації та інші).

Корнер також є формою прояву монополістичної діяльності. Це угода про купку товарів або цінних паперів для наступного спекулятивного перепродажу. Обмеження конкуренції всередині корнера дає змогу великим учасникам диктувати свої умови малим фірмам і водночас захищає їх від конкуренції з боку аутсайдерів.

Ринг — угода, метою якої є короткострокова купка товару або затримка його на складі для підвищення цін та отримання монопольного прибутку.

Рівновага, що встановлюється в картелі, як правило, не буває довгостроковою та міцною. Під впливом конкуренції картелі розпадаються, щоб через деякий час знову виникнути. Загалом це нестійка форма об'єднань. Найчастіше предметом угоди є ціна товару, яка веде до виникнення картельної ціни.

Картельна ціна — це єдина ціна, що фіксується учасниками картельної угоди з метою не допустити з боку окремих її учасників можливого зниження ціни. Картельна ціна може мати вигляд єдиної шкали цін на всю продукцію, яка підлягає картельному регулюванню, якщо продукція фірм — учасників картелю диференційована. Ця ціна, як правило, вища від ціни, що передувала картельній угоді. Такс встановлення ціни можливе лише на основі спільного регулювання виробництва та збуту продукції.

Стійкість картелів визначається відсутністю конкуренції з боку фірм або інших картелів, які виготовляють замітники даної продукції та здатні переключити на себе частину попиту на продукцію картелю, а також відсутністю сил, що ведуть до підризу картелю зсередини.

Пул — тимчасове об'єднання різних організацій (є торгові, біржові, страхові, патентні та ін. пули).

Пули — монопольні об'єднання, за яких прибутки надходять до спільних фондів, відтак здійснюється узгоджений їх розподіл відповідно до результатів експлуатації певної частини ринку, в заздалегідь обумовленій пропорції. Прикладом міжнародного пулу є "золотий пул", створений для торгівлі патентами.

Синдикат — теж саме, що і Картель (зазвичай сировина) — для галузей з масовим виробництвом однорідної продукції.

Синдикат — це об'єднання суб'єктів господарювання, у. якому розподіл замовлень на закупівлю сировини та реалізацію виготовленої продукції здійснюється через єдину мережу постачання та збуту. Отже, у синдикаті централізується уся комерційна діяльність учасників, включаючи визначення цін, обсягів поставок тощо. При цьому юридична та виробнича самостійність підприємств, що входять до синдикату, зберігається, а комерційна — втрачається. (У широкому

значенні під синдикатом розуміють комерційне об'єднання фірм задля досягнення спільних цілей.)

Найбільшого розвитку синдикати набули на початку XX ст., зокрема в Україні, як і на решті території тодішньої Росії за часів царського режиму, а пізніше й НЕПу. Помітну роль відіграв синдикат "Продвугілля", створений у 1904 р., який був однією з найбільших монопольних структур такого типу в Російській імперії. До нього входило 18 великих акціонерних вугільних товариств, підприємства яких зосереджували майже 75% усього видобутку вугілля в Донбасі.

Синдикати існували в роки непу. Це були об'єднання промислових трестів з метою централізації оптового збуту продукції, закупівлі сировини та планування торговельних операцій. У 30-ті роки синдикати були ліквідовані, а на їх основі створені промислові та виробничі об'єднання.

У сучасних умовах така форма об'єднання, як синдикат, використовується рідко. На засадах міжнародного синдикату функціонує фактично одна велика ТНК - "Де Бірс", що контролює понад 80% світового ринку діамантів.

Трест – монопольне об'єднання в єдиний виробничий господарський комплекс (підприємства втрачають свою самостійність).

Трест – форма об'єднання суб'єктів господарювання, за якої всі підприємства, що об'єднуються, втрачають свою комерційну та виробничу самостійність, підпорядковуються єдиному органу управління. Ця форма об'єднання історично виникла в США у другій половині XIX ст. і набула значного поширення.

Трест має деяку незавершеність процесу централізації капіталу. Вона виражається в тому, що загальний прибуток, отриманий трестом, розподіляється відповідно до пайової участі окремих підприємств — учасників тресту. Тобто централізовані фонди капітальних вкладень не створюються. З цього погляду трест є попередником таких форм об'єднання підприємств, як концерн та холдингова компанія.

Типовим для трестів є їх поширення в рамках галузей, які виробляють однорідну продукцію, хоча існують і міжгалузеві трести. ТНК як трестові об'єднання не прижилися, цей тип компанії використовується переважно у вигляді структурних підрозділів, відділень і підприємств, що входять до складу ТНК.

Холдинг - специфічна форма об'єднання. Фірма (держава) не має свого виробництва, але використовує свої фінансові можливості для придбання контрольних пакетів акцій інших підприємств, в наслідок

чого воно здійснює контроль за діяльністю цих підприємств. Підприємства мають юридичну і господарську самостійність, але рішення головних питань належить Холдинговій фірмі.

Холдинг — це компанія-власник, статутний капітал якої утворюють контрольні пакети акцій підприємств, що входять до неї. Ці підприємства називаються *дочірніми*. На відміну від інших об'єднань, наприклад тресту, формування холдинг-компанії відбувається ринковим шляхом. Для цього компанія скуповує акції інших підприємств і на цій основі створює свій статутний акціонерний капітал. Наприклад, міжнародна холдингова компанія ZEPTEK International. Головний офіс компанії знаходиться в Швейцарії. Компанія здійснює свою діяльність на п'яти континентах, більше ніж в 40 країнах світу.

Розрізняють два типи холдингів. *Чистий холдинг* створюється для фінансового контролю та управління дочірніми підприємствами. Метою *змішаного холдингу* є відповідна статутна підприємницька діяльність — промислова, торговельна, транспортна, кредитно-фінансова тощо.

Холдинг-компанії в економіці України можуть створюватися у такий спосіб:

1. За рішенням державних органів управління в процесі роздержавлення та приватизації. Держава може залишити контрольний пакет акцій у своїх руках. Це так звані державні холдинги.

2. Методом добровільного об'єднання акціонерними підприємствами своїх контрольних пакетів акцій. Такий підхід застосовується під час приватизації великих промислових підприємств, які в процесі приватизації були реструктуровані і поділені на менші самостійні суб'єкти господарювання.

3. Суто ринковим шляхом за допомогою скупки фірмою акцій інших суб'єктів господарювання на ринку цінних паперів.

Добре організований холдинг дає змогу проводити узгоджену єдину для всіх його учасників науково-технічну й економічну політику, надаючи дочірнім підприємствам широку самостійність у виробничо-господарській діяльності. При цьому дочірні підприємства особисто несуть відповідальність за результати своєї діяльності за усіма напрямками.

Важливим тут є те, що головна компанія в змішаному холдингу навіть якщо не володіє контрольним пакетом акцій, все ж таки може істотно впливати на роботу дочірніх підприємств через установлення цін, тарифів на їх продукцію та послуги, а також використовуючи різноманітні економічні та адміністративні важелі. Через ці та інші

причини дивіденди у головній компанії можуть бути вищими, ніж на підприємствах, що входять до холдингу.

Холдинг-компанія як одна з форм монопольних об'єднань, має законодавче встановлену процедуру та ряд обмежень при створенні. Зокрема, вона може бути організована при реструктуризації (перетворенні) великих підприємств шляхом виокремлення з їх складу підрозділів як самостійних юридичних осіб (дочірніх підприємств), при об'єднанні пакетів акцій юридичне самостійних підприємств, а також при утворенні нових акціонерних товариств.

Афілійована компанія – компанія, яка володіє пакетом акцій, меншим від контрольного, яка є дочірнім підприємством третьої.

Офшорні компанії створюються в так званих офшорних зонах. Ці зони деякі держави виділяють з метою залучення іноземних інвестицій та формування сприятливого підприємницького клімату. Для цього компаніям, які створюються в офшорних зонах, уряди цих країн надають ряд пільг, наприклад податкових, право ведення спрощеного бухгалтерського обліку та звітності тощо. Такі компанії практично мають необмежену свободу в розпорядженні заробленими коштами. Вони можуть здійснювати будь-які торговельні та фінансові операції по всьому світі без обмежень. До них застосовується спрощений митний режим та зведений до мінімуму режим реєстрації.

Успіх підприємництва в офшорних зонах залежить від таких чинників:

- характеру пільг та привілеїв, які надаються;
- стабільності політичного стану в країні;
- рівня економічного розвитку регіону, у якому створюється або купується офшорна компанія;
- можливості безперешкодного бізнесу в країні та виїзду з неї;
- близькості зони до місця постійного проживання підприємця;
- рівня розвитку інфраструктури та комунікацій, що дає змогу забезпечити за короткий термін комерційні цілі;
- рівня правової захищеності підприємництва;
- можливості отримання достовірної інформації про їх фінансовий стан.

Пільги, які надає уряд країни компаніям, які створюються в офшорних зонах:

- низький рівень податкових ставок та спрощена схема їх нарахування і сплати;
- можливість укладення торговельних контрактів на пільгових умовах;

- прості процедури трансферу вимог при здійсненні торговельних операцій;
- спрощений порядок списання витрат, пов'язаних з укладанням угод;
- анонімність власників, що значно спрощує видачу різних дозволів та ліцензій;
- надання ексклюзивних прав, що передбачають пільговий порядок продажу продукції як у країні, де функціонує офшорна компанія, так і в інших країнах.

З країн, які реєструють офшорні компанії, можна назвати: Ліберію, Ліхтенштейн, Панаму, Гонконг, Швейцарію, Ірландію та ін. Ці компанії тут або взагалі не оподатковуються, наприклад у Ліберії чи Ірландії, або оподатковуються невеликим паушальним податком, як у Ліхтенштейні, Панамі, на Антильських островах.

Паушальний податок – це загальна сума податку без диференціації його на складові частини. У деяких країнах податки офшорної компанії мають таку саму структуру, як і у звичайних фірм, але ставки податків значно зменшені, наприклад у Швейцарії.

Офшорні компанії можуть мати найрізноманітнішу структуру та статутні види діяльності. Так, вони можуть бути представлені власниками вкладів і рахунків у банках, комерційними організаціями, інкасаторськими фірмами для збору роялті, відсоткових відрахувань та комісійних винагород, компаніями з торгівлі нерухомістю, фінансово-кредитними організаціями, інвестиційними інноваціями тощо.

Роялті — це плата, яка періодично вноситься покупцем "ноу-хау" (ліцензіатом) продавцеві "ноу-хау" (ліцензіару) за користування предметом ліцензійної угоди. Часто офшорні компанії здійснюють виробничу діяльність, транспортні перевезення. Відомо, що значна частка морських перевезень припадає на компанії, які працюють під прапором Ліберії.

Аналогом офшорних зон є вільні економічні зони, які створені, зокрема, в Україні - у Криму та Закарпатті. Станом на 2009 рік в Україні діяло 11 спеціальних (вільних) економічних зон: "Курортوپоліс Трускавець", "Яворів" (Львівська область), "Донецьк", "Азов" (Донецька область), "Порто-франко", "Рені" (Одеська область), "Закарпаття" (За-карпатська область), "Миколаїв", "Інтерпорт Ковель", "Порт Крим" (м. Керч, АР Крим), "Славутич" (м. Славутич Київської області).

За останні роки отримали розповсюдження банківсько-страхові офшори, на яких запроваджується сприятливий режим для здійснення

банківських і страхових операцій в іноземній валюті для обслуговування нерезидентів України.

Фінансово-промислова група (ФПГ) - об'єднання підприємств різних галузей, очолює його банк, який розпоряджається капіталом підприємств і координує всі сфери діяльності підприємств.

Фінансово-промислові групи є прототипами транснаціональних компаній типу IBM, які розпочали активно формуватися наприкінці XIX ст. з метою злиття промислового та банківського капіталу. ФПГ — це група взаємозв'язаних за капіталом підприємств, до складу якої входять спеціалізовані фінансові інституції. Такі групи створюються для вирішення загальних завдань, а саме:

- підвищення конкурентоспроможності та ефективності виробництва;
- формування раціональних виробничих і коопераційних зв'язків;
- збільшення експортного потенціалу;
- прискорення НТП за рахунок об'єднання капіталів.

Конкурентні переваги у ФПГ досягаються завдяки перехресному інвестуванню, заповненню прогалин у виробничому ланцюгу; зниженню ризику; доступу до технологій, ринків, ресурсів; спільній діяльності (збут, маркетинг тощо).

Найбільшої інтенсивності процес формування ФПГ набув після Другої світової війни в Західній Європі, Японії та деяких країнах Південно-Східної Азії. У зруйнованих війною країнах ринкової економіки ФПГ сприяли швидкому вирішенню господарських завдань: промислового розвитку та модернізації виробництва в умовах нестачі внутрішнього капіталу; зниженню сукупних витрат виробництва; концентрації і централізації ресурсів у точках економічного зростання.

ФПГ є високоефективною формою об'єднання підприємств у період перехідної економіки.

По-перше, вони дають змогу не лише зберегти існуючі господарські зв'язки, а й налагодити нові на основі інтеграції великих виробничих компаній з потужними фінансово-кредитними установами (банками, страховими компаніями, інвестиційними фондами), науково-дослідними, торговельними та інформаційними організаціями.

По-друге, в умовах ринкових механізмів функціонування економіки ФПГ дають змогу посилити регулюючу роль держави в управлінні процесами господарського життя.

По-третє, концентрація капіталу і централізація управління виробничо-господарськими процесами всередині ФПГ підвищують ефективність контролю за використанням обмежених ресурсів. Пояснюється це тим, що централізований контроль з боку великих

інвесторів значно ефективніший, ніж контроль за діяльністю корпорації з боку розпорошеного контингенту акціонерів.

По-четверте, ФПГ спроможні послабити вплив негативних факторів, які мають місце в процесі трансформації економіки.

В різних країнах (США, Німеччині, Японії, Кореї тощо) ФПГ має свої особливості.

Конгломерат — статутне об'єднання підприємств, які здійснюють спільну діяльність на основі добровільної централізації функції виробництва, науково-технічної, інвестиційної, фінансової діяльності, а також організації комерційного обслуговування. У конгломерат, як і багатогалузевий концерн, об'єднуються підприємства за вертикальним принципом, але його учасники користуються широкою економічною автономією. Зв'язки між підприємствами, що входять в конгломерат, є досить вільні і зв'язуючою ланкою виступають тільки виробничі капіталовкладення чи єдина політика в сфері одержання прибутку, які виходять з одного центру.

Фінансовий конгломерат, як учасник фінансового ринку розповсюджує свою діяльність не менш ніж на дві з п'яти основних фінансових послуг: банківські операції, страхування, розміщення цінних паперів, обслуговування інвестиційних фондів, роздрібні інвестиційні послуги.

На сьогодні у світі функціонує близько 80 фінансових конгломератів. За даними Forbes першу трійку очолюють: Citigroup, American International Group, Bank of America.

Однією з форм відносин між великим та малим бізнесом, особливо у сфері торгівлі та послуг, є система франчайзних договірних відносин.

Франчайзна організація являє собою змішану форму об'єднань підприємств великого та малого підприємництва, що ґрунтується на франчайзі.

Франчайза — це угода між великою корпорацією та мережею дрібних фірм або підприємців, згідно з якою франчайзер (як правило, велика компанія) бере зобов'язання постачати дрібним фірмам або підприємцям, котрі діють у межах визначеної території, свої товари, надавати послуги у сфері ведення бізнесу тощо. За це дрібна фірма або підприємець (франчайзі) бере зобов'язання надати франчайзеру послуги у сфері реалізації його товарів, менеджменту, маркетингу з урахуванням місцевих умов, а також інвестувати в цю компанію частину свого капіталу.

Важливою умовою угоди є зобов'язання дрібної фірми або підприємця (франчайзі) мати ділові стосунки лише з компанією-франчайзером, а також вести бізнес за його технологією.

Найбільш поширена ця форма об'єднань у США. Понад півмільйона дрібних фірм є суб'єктами франчайзних угод.

Франчайзі можуть мати найрізноманітнішу форму: дилера, торговельного підприємства, ліцензіата, дочірнього підприємства, філіалу іншої компанії тощо. Комерційному успіху тут сприяє та обставина, що він може використати як свою фірмову марку назву фірми франчайзера. Це дає можливість потенційним клієнтам відчутти себе клієнтами широко відомої фірми.

З іншого боку, великі фірми використовують мережу малих фірм для реклами своєї продукції та послуг і як базу для проведення маркетингових досліджень.

Ця форма об'єднань має свої переваги й недоліки. До переваг передусім слід віднести:

- високу якість товарів, що виготовляються на великих спеціалізованих фірмах;
- стандартизацію продукції та послуг;
- розширення комерційних можливостей;
- урахування запитів покупців;
- низькі ціни тощо.

Недоліком можна вважати те, що великі компанії франчайзери відмовляються від невеликих контрактів, а також обмежують франчайзі в можливості отримати права на технологію "ноу-хау" та інші нематеріальні цінності, одержані від франчайзерів. Крім цього, франчайзерн встановлюють для дрібних фірм та підприємців надмірні платежі та обмежують їх самостійність.

Прикладом франчайзного об'єднання, яке активно поширюється на українському ринку продовольчих товарів, є класична договірна форма, співробітництва фірми "Макдональдс" з мережею дрібних ресторанів швидкого харчування.

В останні роки на Заході з'явилися нові типи господарських об'єднань, зокрема стратегічні альянси. *Стратегічні альянси* утворюються для зменшення конкурентного ризику та розвитку відносин довіри між потенційними конкурентами.

Однією з форм стратегічного альянсу є *віртуальна корпорація*. Це — група функціонуючих спільно протягом відповідного часу компаній, які об'єднали свої зусилля з метою ефективного використання сприятливої ситуації. Компанії розпадаються, коли необхідність в альянсі відпадає. У віртуальній корпорації підприємства

можуть "колективізувати" свої витрати, кваліфіковані кадри, доступ на світовий ринок. Причому кожен партнер віддає краще, що у нього є. Особливості такого об'єднання: гнучкість, довіра, без кордонів, використання електронних технологій тощо. Бум розвитку стратегічних альянсів припадає на початок 90-х років XX ст.

Міжнародні стратегічні альянси створюються підприємствами різних галузей, включаючи хімічну і фармацевтичну промисловість, комп'ютери, електроустаткування, телекомунікації, фінансові і ділові послуги.

Прикладом створення виробничих і виробничо-збутових мереж може слугувати світове автомобілебудування. В 1991 році «Вольво» уклав угоду з «Рено», згідно з якою шведи контролюють 20% виробництва «Рено», а французи – 25% виробництва «Вольво». Альянс "Вольво-Рено" проіснував фактично три роки (1990 — 1993), а до середини 90-х років 60% об'єднань цього типу розпалися. Отже, це створювана на тимчасовій основі мережа незалежних підприємств, об'єднаних сучасною інформаційною технологією з метою взаємного використання ресурсів, зниження собівартості продукції та збільшення ринку.

Останнім часом зросло число стратегічних альянсів, зв'язаних із придбанням частини акцій компаній. Прикладами таких угод можуть служити угоди "Дженерал Моторз" з японськими фірмами. "Дженерал Моторз" придбала 20% капіталу "Фуджі Хеві Індастріз", уклавши угоду про широкомасштабне співробітництво в області розробки і виробництва легкових і вантажних автомобілів, їх комплектуючих і відповідних технологій. Однією з форм функціонування міжнародних стратегічних альянсів є транснаціональні стратегічні альянси.

Транснаціональні стратегічні альянси (ТСА) - різноманітні форми союзів самих ТНК.

ТСА - особлива організаційна форма міжфірмових, міжкорпораційних зв'язків двох або більше компаній, у рамках якої здійснюється довгострокова координація економічної діяльності учасників з метою реалізації масштабних виробничих проектів, максимізації результатів технологічної кооперації, скорочення тривалості інноваційних процесів, зниження вартості та ризикованості виробництва, поліпшення умов доступу до певних ринків.

У рамках ТСА здійснюється різновекторна координація - як горизонтальна (між підприємствами однієї галузі), вертикальна (між постачальниками та споживачами по технологічній лінії виготовлення і виробничого споживання, продукції), так і діагональна (або диверсифікована - між різногалузевими структурами), що додає

оперативності у розв'язанні завдань розвитку виробництва, забезпечує більшу управлінську гнучкість і технологічну мобільність.

Таким чином, ТСА - це новий рівень концентрації капітальних ресурсів, централізації управління виробництвом, науково-технічною сферою, а також перерозподільчо-регулюючого механізму.

З точки зору організаційної структури ТНК функціонують як одно- та багатогалузеві концерни. Одпогалузеві концерни - це, як правило, горизонтально інтегровані корпорації. Вони являють собою підприємства, що випускають велику частину однорідної продукції. Наприклад, так функціонують британська ТНК "Водафон", яка надає телекомунікаційні послуги.

Багатогалузеві концерни можуть існувати у формі вертикально інтегрованих корпорацій і диверсифікованих ТНК. Вертикально інтегровані корпорації утворюються у результаті об'єднання при одному власникові та під єдиним контролем найважливіших сфер виробництва кінцевого продукту. Зокрема, транснаціональна нафтова компанія видобуток сирої нафти здійснює в одній країні, рафінування - її інший, а продаж кінцевих нафтопродуктів - у третіх країнах. Диверсифіковані ТНК охоплюють національні підприємства з вертикальною і горизонтальною інтеграцією. Типовий приклад корпорації такого типу швейцарська корпорація Nestle, що має 95% своїх виробництв за рубежом і зайнята ресторанним бізнесом, виробництвом продуктів харчування, реалізацією косметики, вин та ін. Число таких компаній в останні роки швидко зростає.

У всіх ТНК головна компанія є оперативним штабом корпорації. На базі широкомасштабної спеціалізації та кооперування вона здійснює техніко-економічну політику і контроль за діяльністю закордонних філій. Закордонні філії та дочірні фірми становлять регіональну структуру ТНК. Останніми роками в ній відбуваються істотні зміни, пов'язані із здійсненням тик званої комплексної стратегії.

Комплексна стратегія ТНК заснована на глобальному підході, який передбачає оптимізацію результату не для кожної окремої ланки, а для об'єднання, тобто для корпорації в цілому, її суть полягає в децентралізації управління міжнародним концерном і значному підвищенні ролі регіональних управлінських структур. Така політика стала можливою завдяки досягненням техніки в галузі зв'язку та інформації, розвитку національних і міжнародних банків даних, повсюдній комп'ютеризації. Вона дає змогу ТНК координувати виробничу і фінансову активність зарубіжних філій і дочірніх фірм. Комплексна інтеграція в рамках ТНК потребує і комплексної

організаційної структури, що виражається у створенні регіональних систем управління та організації виробництва.

Отже, ТНК є домінуючою формою функціонування міжнародного капіталу. Вони являють собою мережу взаємопов'язаних підприємств, які походять з однієї країни і мають сполучення та філії в інших країнах. На відміну від національної компанії, ТНК переносить за кордон не сам товар, а процес інвестування, поєднуючи його із закордонною робочою силою в межах міжнародного виробництва. Тому головними економічними критеріями, за якими визначається належність компанії до ТНК, є: число іноземних держав, в яких діють підрозділи або/та філії компанії; відсоток грошової маси, що виплачується за кордоном; відсоток іноземних капіталовкладень; число зайнятих за кордоном; відсоток прибутку, який компанія отримує з інших країн; відсоткове співвідношення продукції та отриманого прибутку в країнах базування і за кордоном; загальний рівень продажу за кордоном.

Виникнення ТНК є результатом розвитку об'єктивних процесів інтернаціоналізації сфери обігу та виробництва, а їх розвиток зумовлюється чинниками, які дають змогу максимізувати вигоду від міжнародного поділу праці й інших факторів виробництва, сприяють оптимальній реалізації цільової функції корпорації.

Залежно від ступеня усупільнення капіталу та виду господарської діяльності ТНК можуть бути представлені: картелями, синдикатами, пулами, трестами, концернами, консорціумами. Найпоширенішими серед них є ТНК у формі концерну.

Транснаціональні концерни можуть бути одно- та багатогалузевими. Становлення багатогалузевих концернів - результат стратегії зменшення ризику через диверсифікацію виробництва. Нині більшість ТНК - це багатогалузеві об'єднання з децентралізованою системою управління й відносно значною роллю регіональних управлінських структур.

Кластер – (від англ. Cluster – група, скупчення) територіальне об'єднання взаємопов'язаних підприємств і установ в межах відповідного промислового регіону. Він може включати велику або малу кількість підприємств та великі і малі в різному співвідношенні фірми. На даний момент кластеризація найбільш характерна для економік США, Китаю, Мексики і країн Євросоюзу. Наприклад, в багатих промислових районах Італії кластери включають головним чином малі і середні підприємства (наприклад, взуттєві кластери). В інших регіонах більш великі компанії, іноді закордонні, формують ядро кластера. Кластери відрізняються по рівню взаємодії між

компаніями: від вільних відносин в асоціації до структурованого співробітництва і конкуренції. Членство в кластерах як в міжфірмових мережах сприяє збільшенню продуктивності, підвищенню рівня інновацій і конкурентоспроможності їх учасників.

Робота в безпосередній близькості полегшує підприємствам, що входять в кластер, заключати субпідрядні договори на ті замовлення, які перевищують їх власні потужності, що дозволяє фірмам зберігати цінних замовників.

Щорічно біля 1 млн. італійських малих і середніх підприємств отримують кредити по встановлених схемах взаємних гарантій.

Ступінь кластеризації економічної діяльності дуже висока. Кластеризація в країнах Євросоюзу наведена в таблиці 1.1 [3].

Таблиця 1.1

Кластеризація в країнах Євросоюзу

Базові галузі у створенні виробничих кластерів	Країни, в яких створено галузеві кластери
Електронні технології та зв'язок, інформатика	Швейцарія, Фінляндія
Біотехнології й біоресурси	Нідерланди, Франція, Німеччина, Велика Британія, Норвегія
Фармацевтика й косметика	Данія, Швеція, Франція, Італія, Німеччина
Агровиробництво та харчове виробництво	Фінляндія, Бельгія, Франція, Італія, Нідерланди
Нафтогазовий комплекс і хімія	Швейцарія, Німеччина, Бельгія
Машинобудування та ремонт, електроніка	Нідерланди, Італія, Німеччина, Норвегія, Ірландія, Швейцарія
Охорона здоров'я	Швеція, Данія, Швейцарія, Нідерланди
Комунікації і транспорт	Нідерланди, Норвегія, Ірландія, Данія, Фінляндія, Бельгія
Енергетика	Норвегія, Фінляндія
Авіаційна та космічна галузь	Франція
Будівництво	Нідерланди, Фінляндія, Бельгія
Освіта, технопарки	Німеччина, Франція, Фінляндія, Австрія
Легка промисловість	Швейцарія, Австрія, Італія, Швеція, Данія, Фінляндія
Деревно-паперовий комплекс	Фінляндія

Слід відмітити особливу роль кластерів у створенні національної інноваційної системи, їх переваги й проблеми розвитку, досвід формування регіональних і міжрегіональних кластерів у Німеччині, Шотландії, США, Фінляндії.

Згідно оцінкам спеціалістів в промислово розвинутих США існує біля 300 кластерів компаній. Сфера їх діяльності охоплює широкий спектр розвинутих переробних галузей промисловості та послуг. В них зайнято більше половини робочої сили США і виробляється 3/5 обсягу промислового виробництва країни.

Більшість кластерів належать до типу «генераторів нових технологій», оскільки їхня діяльність характеризується радикальним інноваційним процесом, тобто створенням світових інновацій. Такі кластери орієнтуються на «додану» інновацію (incremental innovation) як головну стратегію розвитку. Так, в огляді кластерів Європи 30 % їх було віднесено саме до такого типу, ще 30 % визначено як «користувачів» нових технологій, створених із зовні. В результаті аналізу розвитку кластерних структур виокремлено такі основні галузеві напрями кластеризації господарства деяких західноєвропейських країн.

У Східному Массачусетсі існує галузеве територіальне об'єднання, в якому нараховується багато біотехнологічних фірм, розташованих поблизу Гарвардського університету та Массачусетського технологічного інституту. В Каліфорнії є відома всьому світу «Силіконова долина», де розташовані численні компанії, що виробляють високотехнологічне устаткування і програмне забезпечення. Відомий Каліфорнійський кластер з виготовлення вина включає 680 винарень та кілька тисяч незалежних виноградарів.

Сучасні кластери здатні трансформувати конкуренцію в інтеграційну кооперацію та викликає сплеск інновацій.

Україна також впроваджує передовий світовий досвід утворення кластерів для розвитку економіки своїх регіонів. Спроби впровадження перших виробничих систем на основі кластерної моделі в різних регіонах України підтверджують доцільність, перспективність та ефективність формування партнерств, мереж, кластерів на базі співпраці влади, громадських організацій, ділових асоціацій. Кластеризація в Україні наведена в табл.1.2.

В Україні для формування та розвитку кластерних утворень можна вважати перспективними такі регіони: Донецький, Харківський, Дніпропетровський, Кіровоградський, Луганський і місто Київ.

Таблиця 1.2

Кластеризація в Україні

Напрямки кластеризації по виробництву	Місто, регіон
Одяг; будівельні матеріали; зелений туризм, продовольство	Хмельницький
Туризм, продовольство	м. Кам'янець-Подільський
Туризм; декоративний текстиль	м. Івано-Франківськ
Туризм, деревообробка, одяг	Прикарпаття
Туризм	АР Крим
Деревообробка	Полісся
Органічне землеробство, фрукти	Тернопільський, Вінницький
Транспортні перевезення	м. Черкаси
Добування та переробка каменю	м. Житомир
Виробництво вина	м. Одеса
Машинобудування	м. Харків
Деревообробка	м. Рівне

Кластер дозволяє вижити малому бізнесу і співпрацювати з великими підприємствами своєї галузі. Вони здатні поєднувати спеціалізацію та інтеграцію, конкуренцію і кооперацію, забезпечуючи сталий соціально-економічний розвиток регіону.

Питання для контролю знань з теми 1.1:

1. У чому полягає сутність об'єднань підприємств?
2. Які мотиви і принципи створення об'єднань підприємств?
3. Види об'єднань підприємств і особливості їх організації та функціонування.

1.2. СПЕЦІАЛІЗАЦІЯ І КООПЕРУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ ОБ'ЄДНАННЯ

Основні поняття: *спеціалізація, кооперування, трансматеріалізація, дематеріалізація*

1.2.1. Спеціалізація і її види

Спеціалізація об'єднання підприємств полягає у відокремленні окремих виробництв, підприємств з обмеженою номенклатурою

продукції, що випускається, і конструктивною і технологічною однорідністю виробництва.

Розрізняють такі форми спеціалізації - предметна, подетальна, технологічна.

Предметна спеціалізація – самостійне виробництво, що виготовляє закінчені готові до експлуатації вироби (автомобілі, трактори, верстати, літаки тощо). Предметна спеціалізація розвивається шляхом зосередження на окремих výroбах машин і обладнання, призначених для певних галузей (машинобудування для легкої та харчової промисловості тощо) або видів робіт (машини для будівництва шляхів).

В останній час отримала розвиток спеціалізація по виробництву комплектного обладнання, спорудження виробничих підприємств «під ключ».

Подетальна спеціалізація – це спеціалізація на виробництві окремих деталей вузлів, агрегатів з їх наступним постачанням підприємству, що збирає ці частини та виробляє готовий продукт.

Ускладнення технологічної структури виробництва призвело до росту кількості деталей й вузлів, що використовуються в готовому виробі. Наприклад, в легковому автомобілі нараховується до 20 тис. деталей і вузлів, а в електровозах – до 250 тис. деталей і вузлів.

При технологічній спеціалізації в самостійне виробництво виокремлюються стадії технологічного процесу (зварювальні, ливарні процеси тощо).

Міжнародні корпорації виносять свої філії за кордон, де виготовляються деталі, компоненти, напівфабрикати. Збирання може здійснюватися в країні базування міжнародних корпорацій, в той же час складальні виробництва переносяться в країни, що розвиваються. Це дає ряд переваг. З'являється можливість економити на транспортних витратах, так як перевезення машин й обладнання в розібраному вигляді дешевше. Міжнародні корпорації підвищують конкурентоспроможність свого експорту за рахунок різниці в імпортному миті на складальні машини й на комплектний набір компонентів такої машини. Заробітна плата робітників в країнах, що розвиваються, зайнятих на виробництві, підконтрольному міжнародній корпорації, нижче, ніж в країні її базування.

Міжнародні корпорації, нарощуючи свою виробничу діяльність за межами країни базування, сприяють все більшому поглибленню спеціалізації виробництва — від предметного, подетального, повузлового до технологічного. При цьому ця спеціалізація

зосереджується в межах міжнародного виробництва великих світових корпорацій.

Так, до такої спеціалізації, на міжнародному рівні, відноситься виробництво шведського автомобіля «Вольво» в Росії, оскільки більше 60% комплектуючих імпортується шведською стороною.

Міжнародні корпорації формують залежність малого й середнього бізнесу в країнах, що розвиваються, на базі прямих функціональних зв'язків, тобто за рахунок розвитку технології виробництва, спеціалізації, кооперування, організації збуту продукції, передачі ноу-хау й т.п.

Основними показниками оцінки рівня міжнародної спеціалізації вважаються коефіцієнт спеціалізації галузі щодо експортної спеціалізації (розраховується як питома вага певного товару у світовому експорті) та експортна квота (частка галузі).

Міжнародний поділ праці розвивається у двох напрямках — територіальному та виробничому. Перший напрям — спеціалізація країн і регіонів на виробництві певних товарів (їх частин) або послуг. Другий напрям охоплює міжгалузеву, внутрішньогалузеву спеціалізацію та спеціалізацію на рівні окремих підприємств.

Міжнародна спеціалізація виробництва означає спеціалізацію країн на виробництві певних видів продукції або послуг і міжнародний обмін ними. Досить легко уявити собі спеціалізацію за продуктами харчування. Наприклад, банани вирощують у тропіках і не вирощують в умовах помірного клімату.

У багатьох країнах світу зазначення місця походження товарів. У реєструються у складі товарних знаків (тобто позначень, що застосовуються для розпізнавання на ринку товарів різних виробників). У США регіональне походження товарів посвідчується окремо за допомогою так званої сертифікаційної марки.

Деякі країни світу прийняли спеціальне законодавство щодо маркування географічного походження товарів та послуг. 16 червня 1999 р. Верховна Рада України прийняла Закон України № 752-14 "Про охорону прав на зазначення походження товарів"[4].

Спеціалізація господарств країн відбувається з урахуванням передусім порівняльних переваг для виробництва товарів і послуг, які має кожна з країн. Людство зацікавлене в міжнародному поділі праці, як і в тому, щоб різні люди мали різні спеціальності.

Розміщуючи підприємства, що виробляють продукцію, нині орієнтуються переважно на кінцевого споживача. Деякі країни перетворилися на центри наукових досліджень, тоді як інші є джерелом низько кваліфікованої робочої сили.

Економічна наука у зв'язку з міжнародною спеціалізацією виробництва використовує поняття "трансматеріалізація" і "дематеріалізація". Перше поняття означає зниження попиту па природні ресурси, оскільки па зміну традиційним мінералам прийшли матеріали із заданими властивостями (напівпровідники, оптичні волокна тощо), друге — зменшення частки сировини у вироблених товарах. Іншими словами, трансматеріалізація — це зміна суті ресурсів, а дематеріалізація — зміна суті продуктів.

Більшість країн спеціалізуються на виготовленні не цілісних виробів, а їх компонентів. Міжнародну виробничу спеціалізацію визначають переважно транснаціональні корпорації. Вони враховують при виборі спеціалізації не лише географічні чинники, а й соціально-економічні.

Основними показниками економічної ефективності спеціалізації виробництва є: економія поточних витрат на виробництво продукції і її реалізацію.

1.2.2. Кооперація підприємств об'єднання

Кооперування – це система тривалих виробничих зв'язків між підприємствами, що виготовляють певну продукцію, але зберігають свою господарську самостійність.

Розвиток кооперування безпосередньо пов'язаний з процесом поглиблення спеціалізації.

Виокремлюють три основні методи для налагоджування коопераційних зв'язків:

- 1) здійснення спільних програм;
- 2) договірна спеціалізація;
- 3) створення спільних підприємств.

Договірна спеціалізація передбачає обмеженість виробничих програм між учасниками виробничого кооперування.

Сторони, що укладають договір, мають на меті зменшити конкуренцію.

Спільне виробництво як інтегрована кооперація базується на об'єднанні капіталу декількох учасників для реалізації узгоджених цілей.

Кооперування охоплює різні сфери:

- 1) виробничо-технологічне кооперування:
 - питання передачі ліцензії і використання прав власності;
 - удосконалення керівництва виробництвом, стандартизація, уніфікація, сертифікація, розподілення виробничих програм тощо.

Так, міжнародні консорціуми, при підтримці урядів країн, виникають в авіаційній, космічній промисловості, енергетиці тощо;

2) торгівельно-економічні процеси, пов'язані з реалізацією кооперованої продукції;

3) після реалізаційне обслуговування.

Наприклад, головною фірмою аеробуса А-300 з його модифікацією А-310, А-320, А-340 є компанія «Ербас індастрі». Національні компанії ряду європейських країн (Франція, Німеччина, Великобританія, Іспанія, Нідерланди й Бельгія) мають в неї свої частки акцій. «Ербас індастрі» як генеральний підрядчик здійснює свої зв'язки з авіакомпаніями й урядами зацікавлених країн, визначає політику в сфері продаж, після реалізаційне обслуговування й навчання льотно-технічного персоналу клієнтів.

Рациональні виробничі зв'язки за допомогою кооперування дозволяють збільшити обсяг продукції, що випускається, знизити трудомісткість і собівартість її виготовлення.

Міжнародне кооперування виробництва перетворюється на міжнародне промислове співробітництво. Найважливішою ознакою промислового співробітництва є комплексність.

Економічні зв'язки між державами не лише необхідні, а й взаємовигідні. Крім міжнародної торгівлі, зовнішньоекономічне співробітництво розвивається і в інших формах.

У світі набули поширення спільні підприємства. Підприємства й організації різних країн об'єднують свої фінансові та інші ресурси і здійснюють спільну виробничо-економічну діяльність на території однієї або кожної з країн.

Важливим напрямком міжнародного співробітництва стало створення вільних економічних зон. Така зона є певною частиною території країни, у межах якої діє особливий режим господарювання. Цей режим надає значні пільги для зовнішньоекономічної діяльності. Існує понад 600 офіційно встановлених вільних економічних зон у 70 державах світу.

Питання для контролю знань з теми 1.2:

1. В чому сутність спеціалізації підприємств об'єднання?

2. Які форми спеціалізації підприємств об'єднання?

3. Сутність кооперування підприємств об'єднання і сфери його охоплення.

1.3. ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ОБ'ЄДНАНЬ ПІДПРИЄМСТВ

Основні поняття: державне регулювання, нормативно-правова база, Антимонопольний комітет України

1.3.1. Державне регулювання діяльності об'єднань підприємств

Державне регулювання діяльності об'єднань підприємств – це система заходів спрямованих на створення нормальних умов ефективного функціонування на ринку об'єднань підприємств:

- формування нормативно-правової бази (закони, укази, положення, що регулюють порядок створення, реєстрацію, розвиток, діяльність і ліквідацію об'єднань підприємств в Україні, їх організаційні форми, відносини з державою і з іншими суб'єктами підприємницької діяльності, проведення антимонопольних заходів тощо);

- кредитно-грошове, бюджетно-податкове регулювання (надання податкових пільг, вироблення правил ціноутворення, інші економічні санкції – пільгові кредити, митна політика, політика прискореної амортизації тощо);

- адміністративно-економічне регулювання (ліцензування, встановлення соціальних та екологічних нормативів, реалізація науково-технічних, економічних, соціальних державних та регіональних програм);

- соціально-економічне регулювання (узгодженість доходів, зайнятості, умов праці тощо).

Приклади регулювання діяльності офшорних (вільних економічних) зон наведено в додатку 1.

Організація та діяльність об'єднань будь-якого виду будується на основних принципах:

- добровільність входження підприємств на основі спільних інтересів;

- свобода у виборі організаційної форми об'єднання;

- дотримання положень Господарського кодексу України стосовно до всіх самостійних підприємств, що входять в об'єднання;

- добровільність у делегуванні підприємствами повноважень об'єднанню в цілому;

- самоуправління об'єднання;

- договірна основа організації відносин між учасниками один з одним і об'єднання в цілому.

Виходячи із того, що об'єднання — це добровільна спілка підприємств, то згідно із законодавством немає перешкод для виходу із його складу.

Єдиною умовою для підприємств чи інших юридичних осіб, які виходять із складу об'єднання, є дотримання зобов'язань перед підприємствами, що входять в склад об'єднання, відповідно до укладених договорів. Такі зобов'язання можуть виникати також відповідно до статуту об'єднання.

Об'єднання підприємств може відбуватися за напрямками: злиття чи поглинання (придбання) (рис. 1.1).

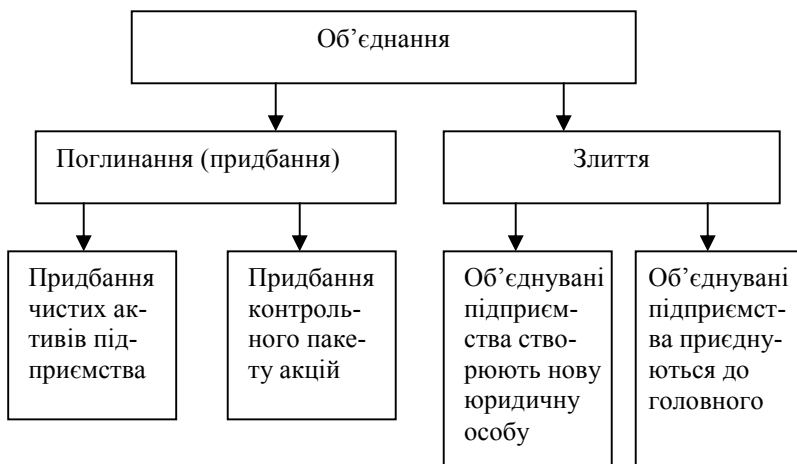


Рисунок 1.1 - Напрями об'єднання підприємств [5]

Злиття — це процес об'єднання підприємств, які функціонують незалежно одне від одного і здійснюють передачу своїх активів і пасивів новому підприємству, спеціально створеному з цією метою.

Вдале злиття приносить прибуток акціонерам і позитивно впливає на економіку. Однак далеко не всі злиття вдалі. Занижена ціна підприємств, як правило, завдає шкоди. Три етапи корпоративного злиття 20-х, 60-х, 80-х років у США завершилися кризами тому, що відбувалися в умовах ажіотажного попиту, покупці платили за компанії акціями за завищеним курсом і масові невдачі розхитували економіку.

Поглинання має місце, коли одне підприємство набуває контроль над іншим шляхом прямого скуповування його акцій. У даному

випадку ми маємо холдинг-компанії та дочірні підприємства. Основні відмінності між злиттям і поглинанням наведені в табл. 1.3 [5].

Таблиця 1.3

**Основні відмінності між поглинанням і злиттям підприємств
(концентрація)**

№ з/п	Предмет відмінностей	Поглинання (придбання)	Злиття
1.	Правова сутність операції об'єднання	Купівля - продаж	Приєднання або злиття в одне підприємство
2.	Наявність покупця	Є	Немає
3.	Економічна сутність об'єднання	Передача покупцем своїх активів, прийняття на себе зобов'язань або випуск акцій як компенсації за придбання	Обмін акціями (частками)
4.	Відображення в обліку і звітності вартості активів і зобов'язань після об'єднання	За справедливою вартістю активів і зобов'язань	За балансовою вартістю активів і зобов'язань
5.	Визнання гудвілу, що виникає при придбанні	Є	Немає
6.	Сторони, які беруть участь в операції об'єднання	Підприємство-покупець і власники (акціонери) підприємства, що придбається	Власники (акціонери) об'єднуваних підприємств
7.	Контроль за результатом об'єднання	Покупець	Спільний контроль акціонерів об'єднуваних підприємств

Особливістю операцій злиття та поглинання є те, що вони не тільки впливають на фінансову безпеку держави та зачіпають галузеві процеси, а й впливають на макроекономічні показники національної економіки.

Компанія, що поглинається, слугує своєрідним донором, який передає свої активи та зобов'язання, і виступає своєрідним майданчиком для реалізації цілей компанії - поглиначка.

Приклади розвитку світової економіки дають можливість стверджувати, що в умовах нестачі інвестиційних ресурсів, загострення конкуренції та зниження інвестиційної привабливості України, для суб'єктів господарювання участь в інтеграційних процесах на ринку злиття та поглинання є фактично єдиною можливістю вийти на якісно новий рівень розвитку.

1.3.2. Нормативно-правова база створення холдингів в Україні та контроль за процесами економічної концентрації

Основними нормативними документами, які регулюють порядок створення холдингових компаній в Україні, на сьогоднішній день є Закон України від 15.03.2006 № 3528-15 «Про холдингові компанії в Україні»[6], Цивільний кодекс України [7], Господарський кодекс України [8], Закону України «Про акціонерні товариства»[9].

Закон «Про холдингові компанії в Україні» визначає загальні порядок функціонування холдингових компаній в Україні, а також особливості їх утворення, діяльності та ліквідації.

Порядок утворення, діяльності і ліквідації холдингових компаній регулюється Цивільним кодексом України, Господарським кодексом України, Законом України «Про акціонерні товариства» в частинах, що не суперечать Закону України .

Холдингова компанія – це акціонерне товариство, яке володіє, користується та розпоряджається холдинговими корпоративними пакетами акцій (часток, паїв) двох або більше корпоративних підприємств. До державних холдингових компаній відносять холдингові компанії, які утворені у формі акціонерного товариства з 100 відсотковою часткою акцій, що належать державі.

Холдинговий корпоративний пакет акцій – це пакет акцій корпоративного підприємства, холдингової компанії, який перевищує 50 відсотків чи становить величину, яка забезпечує право вирішального впливу на господарську діяльність корпоративного підприємства, холдингової компанії.

Холдингові компанії можуть утворюватись органами, уповноваженими управляти державним майном, державними органами приватизації, як самостійно так і разом з іншими засновниками шляхом об'єднання у статутному капіталі холдингових

корпоративних пакетів акцій або іншими суб'єктами на договірних засадах.

Холдингові компанії утворюються за умови попереднього отримання дозволу відповідного органу Антимонопольного комітету України або Кабінету Міністрів України на концентрацію. Холдингова компанія набуває статусу юридичної особи з дня її державної реєстрації в Державному реєстрі холдингових компаній України, який є невід'ємною частиною Єдиного державного реєстру юридичних осіб та фізичних осіб - підприємців.

Статутний капітал холдингової компанії формується за рахунок вкладів засновників у формі холдингових корпоративних пакетів акцій, а також додаткових вкладів у формі майна, коштів та нематеріальних активів, необхідних для забезпечення діяльності холдингової компанії. Частка у формі майна, коштів та нематеріальних активів, необхідних для забезпечення діяльності холдингової компанії, не повинна перевищувати 20 відсотків статутного капіталу холдингової компанії.

До виключної компетенції загальних зборів холдингової компанії належить вирішення питань:

- формування єдиної фінансової, інвестиційної, виробничо-господарської та науково-технічної політики щодо корпоративних підприємств;
- визначення напрямів та порядку використання прибутку корпоративних підприємств;
- затвердження планів виробничого та соціального розвитку корпоративних підприємств.

Холдингова компанія протягом місяця з дня державної реєстрації має оприлюднити інформацію про напрями своєї діяльності в офіційному друкованому виданні Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, а також протягом усього періоду своєї діяльності вона повинна не рідше одного разу на рік оприлюднювати свою консолідовану фінансову звітність та фінансову звітність своїх корпоративних підприємств.

Більшість країн з метою підтримання конкуренції в різноманітних галузях народного господарства прийняла антимонопольне законодавство та здійснює державний контроль за процесами економічної концентрації, що передбачає зниження бар'єрів входження на товарні ринки; забезпечення «прозорості» процесів; створення ефективних правових механізмів; забезпечення єдності економічного простору; впорядкування надання державної допомоги; організацію антимонопольного контролю на фінансовому

ринку; активізацію роботи з профілактики та попередження недобросовісної конкуренції на товарних ринках; створення умов для розвитку промислової діяльності малих підприємств; організацію систематичного нагляду за основними товарними ринками [10].

Одним з основних завдань держави є визначення розумного ступеня концентрації капіталу, який, з одного боку, не буде суттєво обмежувати конкуренцію, а з другого - дозволить вітчизняним підприємствам вигравати у конкурентній боротьбі[11].

Згідно з Законом України від 26.11.1993 №3659-12 «Про Антимонопольний комітет України»[12] контроль за концентрацією суб'єктів господарювання здійснюється органами Антимонопольного комітету України та Кабінетом Міністрів України. Для забезпечення господарсько-правового та економічного контролю створено систему державних органів, які здійснюють реалізацію державної політики та контролю в сфері конкурентного та антимонопольного регулювання.

Антимонопольний комітет України володіє широким спектром правових та захисних повноважень, спрямованих на підвищення конкурентоспроможності української економіки, зокрема повноваженнями забороняти анти конкурентну поведінку органів влади та розглядати їх нормативно-правові акти на предмет впливу на конкуренцію. Разом з тим у повноваженнях Кабінету Міністрів України є право надавати дозвіл на концентрацію, які заборонив Антимонопольний комітет України.

У сфері здійснення контролю за узгодженими діями, концентрацією Антимонопольний комітет України має наступні повноваження:

- розглядати заяви і справи про надання дозволу, надання висновків, попередніх висновків стосовно узгоджених дій, концентрації, проводити дослідження за цими заявами і справами;

- приймати передбачені законодавством про захист економічної конкуренції розпорядження та рішення за заявами і справами про надання дозволу на узгоджені дії, концентрацію, надавати висновки, попередні висновки стосовно узгоджених дій, концентрації, висновки щодо кваліфікації дій відповідно до законодавства про захист економічної конкуренції;

- переглядати, перевіряти рішення, прийняті органами Антимонопольного комітету України в межах компетенції;

- дозволяти або забороняти узгоджені дії, концентрацію;

- при розгляді заяв і справ про порушення законодавства про захист економічної конкуренції, проведенні перевірки та в інших передбачених законом випадках вимагати від суб'єктів

господарювання, об'єднань, органів влади, органів місцевого самоврядування, органів адміністративно-господарського управління та контролю, їх посадових осіб і працівників, інших фізичних та юридичних осіб інформацію, в тому числі з обмеженим доступом;

- здійснювати інші повноваження, передбачені законодавством про захист економічної конкуренції.

Антимонопольний комітет України як вищий колегіальний орган може розглядати будь-яке питання, що належить до компетенції його органів.

Закон України від 30.10.1996 року № 448/96-вр «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» [13] визначив правові засади державного регулювання ринку цінних паперів та контролю за випуском і обігом цінних паперів та їх похідних.

Закон визначає також, що державне регулювання ринку цінних паперів здійснює національна комісія з цінних паперів і фондового ринку (НКЦПФР). Основними формами регулювання, які вона застосовує, є видача ліцензій на професійну діяльність на ринку цінних паперів; реєстрація емісій та інформації про емісію цінних паперів; контроль за достовірністю інформації, що надходить від емітентів та осіб, які професійно працюють на ринку цінних паперів, контролюючим органам. Згідно із законом НКЦПФР має широкі повноваження в разі виявлення правопорушень, зокрема призупинення або анулювання ліцензії; зупинення торгівлі на фондовій біржі; здійснення перевірок і ревізій фінансово-господарської діяльності емітентів та осіб, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, фондових бірж; накладання адміністративних стягнень, штрафних санкцій за порушення законодавства; порушення питання про звільнення з посад керівників фондових бірж та інших установ інфраструктури фондового ринку; зупинення або припинення допуску цінних паперів на фондові біржі; зупинення клірингу та укладення договорів купівлі-продажу на певний термін для захисту держави, інвесторів; надсилання матеріалів у правоохоронні органи щодо фактів правопорушень, за які передбачена адміністративна та кримінальна відповідальність, або в Антимонопольний комітет у разі виявлення порушень антимонопольного законодавства; моніторинг руху інвестицій в Україну та за її межі через фондовий ринок.

Законом передбачено, що НКЦПФР може делегувати зареєстрованим нею саморегульованим організаціям частину повноважень з регулювання і контролю за ринком цінних паперів, зокрема щодо розробки та впровадження правил і стандартів виконання

операцій; сертифікації фахівців фондового ринку; надання ліцензій особам, що здійснюють на фондовому ринку професійну діяльність.

Нині в Україні вже діють саморегульовані організацій, найвідоміші з них — Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв (ПАРД), і Асоціація учасників фондового ринку України (АУФРУ), що об'єднує реєстраторів, зберігачів та депозитаріїв.

Причин об'єднання підприємств є багато, але у кожному випадку виходять із доцільності, враховуючи позитивні сторони об'єднання. Серед переваг об'єднання підприємств можна виділити такі: розширення сфери діяльності, розширення бази капіталу, об'єднання засобів для проведення науково-дослідних робіт, кращі можливості раціональних капіталовкладень; розширення ринку, зменшення конкуренції, придбання цінних промислових ноу-хау, патентів, репутації, торгової марки, непрямі ефекти (ефекти економії від зростання обсягів виробництва, зниження мінливості доходів та ін.).

Поряд з перевагами об'єднання підприємств має певні недоліки, серед яких можна виділити такі: можливе ускладнення організаційної структури, недостатня гнучкість, втрата контролю, недостатня оперативність прийняття управлінських рішень, морально-психологічні проблеми, зв'язані із зломом усталених зв'язків між співробітниками, відчуттям втраченої влади та авторитету, можлива також втрата торговельного імені, репутації, клієнтури, а також виробничих секретів.

Злиття підприємств, їх об'єднання має базуватися на довготермінових засадах. Менеджерам слід враховувати, чи злиття сприятиме у перспективі економічному зростанню об'єданого підприємства, чи забезпечить воно вигідну диверсифікацію продукції та зниження ризику, чи сприятиме покращенню структури капіталу підприємства та чи приведе злиття до максимального достатку об'єданого підприємства.

Перші спільні підприємства (*joint ventures*) з'явилися в Україні ще за часів Радянського Союзу, коли у серпні 1986 р. було прийнято рішення союзного уряду про реформування зовнішньоекономічної діяльності країни. В ті часи було створено кілька десятків невеликих СП, які не відігравали помітної ролі в економіці України.

Діяльність спільних підприємств в Україні, їхні економічні та фінансові можливості регулюються різноманітними нормативно-правовими актами, серед яких закони України «Про режим іноземного інвестування», «Про приватизацію майна державних підприємств», Податковий кодекс України та ін. Звичайно ж, така законодавча розпорошеність ускладнює дії потенційних і реальних іноземних

інвесторів та актуалізує потребу створення спеціального законодавства стосовно усього поля діяльності СП в Україні.

В Законі України «Про режим іноземного інвестування» [14] наведено визначення підприємства з іноземними інвестиціями, яке може мати будь-яку організаційно-правову форму, іноземна інвестиція в статутному фонді якого становить не менше 10%, у разі часткової участі у підприємствах, що створюються спільно з українськими юридичними і фізичними особами, або придбання частки діючих підприємств. Не виключена можливість існування спільних підприємств і у випадку придбання іноземним інвестором за участю українських юридичних чи фізичних осіб прав на користування землею та використання природних ресурсів на території України.

Одним з каналів, що веде до заснування спільних підприємств і має відкритий характер, є участь іноземних інвесторів у приватизації державних підприємств. Кабінет Міністрів затверджує і публікує список підприємств, приватизацію яких доцільно здійснювати за участю іноземних інвесторів. Наприклад, на першому міжнародному інвестиційному тендері з продажу акцій кондитерських підприємств України харчовою компанією "Крафт Якобз Сушард" було придбано контрольний пакет акцій Тростянецької фабрики "Україна" (Київська обл. 1994 р.).

На ринку України працюють всесвітньо відомі фірми, що спеціалізуються в автомобільній, комп'ютерній галузях, радіоелектроніці та ін. Окремі з них здійснюють інвестиції в певні сфери економіки України. Так, *Pepsi Co* (США) інвестувала у виробництво безалкогольних напоїв та у розвиток мережі ресторанів *Pizza Hut*.

Слід зазначити, що і українські підприємства шукають свою нішу у міжнародному бізнесі за межами нашої країни. Так, акціонерне товариство "Норд", що виготовляє холодильники, газові печі, медичний інструмент, створило в Йорданії спільне підприємство разом з місцевою фірмою "Хосхемі".

Таким чином, Україна створює певні економічні умови та законодавчу базу для залучення у різноманітних формах іноземних інвестицій та участі українських підприємців у міжнародному бізнесі за кордоном.

Верховною Радою України 13.07.99 р. за № 921-14 прийнято Закон України «Про ратифікацію Конвенції про транснаціональні корпорації» [15].

Конвенція [16] про захист прав інвестора визначає правові основи здійснення різноманітних видів інвестицій, зареєстрованих на

території сторін, і гарантій прав інвесторів на здійснення інвестицій і отриманні від них доходи.

Питання для контролю знань з теми 1.3:

1. Поясніть основи державного регулювання діяльності об'єднань підприємств.

2. Які є пріоритети державного регулювання діяльності об'єднань підприємств?

3. Які заходи державного регулювання об'єднання підприємств Ви знаєте?

4. Як впливає держава на діяльність офшорних зон?

5. Що таке злиття і поглинання підприємств?

Приклад фрагменту тесту для самоконтролю знань (Модуль 1):

1. Тимчасове статутне об'єднання промислового та банківського капіталу для реалізації спільної мети називається:

- а) концерном;
- б) картелем;
- в) корпорацією;
- г) консорціумом.

2. Схема об'єднання підприємств, що працюють у системі взаємовигідних партнерських відносин, при яких відбувається передача на платній основі торгової марки, технології або лінії виробництва, називається:

- а) опціоном;
- б) факторингом;
- в) франчайзингом;
- г) лізингом.

3. Горизонтальна форма поділу праці в об'єднанні підприємств - це:

а) технологічні зв'язки між окремими підрозділами об'єднання;

б) розкладання обсягу роботи на окремі завдання;

в) оперативно-календарне планування діяльності підрозділів об'єднання підприємств;

г) форма, що охоплює і структурує складові внутрішнього середовища об'єднання підприємств.

Список використаних джерел до першого розділу

1. Економіка підприємства: Навч. посібн. А. В. Шегда та інші. К.:Знання, 2002, 335 с.
2. Офіційний сайт проекту [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://www.sea-launch.com>
3. Європейська кластерна обсерваторія [Електронний ресурс]/ Режим доступу : <http://www.klasterobservatory.eu>
4. Закон України "Про охорону прав на зазначення походження товарів" [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/752-14>
5. Уманців Г.В. Холдингові компанії та промислово-фінансові групи у сучасній економіці. - К.: ВІРА-Р, 2002. - 420с
6. Закон України «Про холдингові компанії в Україні» [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3528-15>
7. Цивільний кодекс України [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/435-15>
8. Господарський кодекс України [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/436-15>
9. Закону України «Про акціонерні товариства» [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/514-17>
10. Стадник К.О. Світовий досвід державного контролю за процесами економічної концентрації./ Вісник Національного університету «Юридична академія України імені Ярослава Мудрого», №3 (14), 2013, С. 161-167
11. Кабиллу А. М. Государственный контроль за концентрацией капитала/ А. М. Кабиллу// Екон. вісн. Донбасу. — 2009. — №1. — С. 61-69
12. Законом України «Про Антимонопольний комітет України» [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3659-12>
13. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80>
14. Закон України «Про режим іноземного інвестування» [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/93/96-%D0%B2%D1%80>

15. Закон України «Про ратифікацію Конвенції про транснаціональні корпорації» [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/921-14>
16. Конвенція про транснаціональні корпорації/ СНД; Конвенція, Міжнародний документ. Редакція від 24.06.2003. [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/997_193

РОЗДІЛ II. ФІНАНСОВО-ЕКОНОМІЧНА ДІЯЛЬНІСТЬ ОБ'ЄДНАННЯ ПІДПРИЄМСТВ

2.1. ФІНАНСУВАННЯ ОБ'ЄДНАНЬ ПІДПРИЄМСТВ

Основні поняття: *інвестиційні проекти, корпоративні цінні папери, синергізм, вартість капіталу*

2.1.1. Фінансові аспекти організації, функціонування і реорганізації об'єднань підприємств

Найбільш поширеною формою об'єднань підприємств є корпорація, що заснована на акціонерних відносинах (має статутний фонд, поділений на певну кількість акцій однакової номінальної вартості). Внесками у статутний фонд можуть бути грошові кошти, будівлі, споруди, устаткування та ін. матеріальні цінності, цінні папери, права на користування землею, водою та ін. природними ресурсами, матеріальними цінностями, а також ін. майнові права (у тому числі на інтелектуальну власність).

Оскільки права і можливості акціонера контролювати діяльність Акціонерне Товариство (АТ) залежать від його частки у статутному фонді (що більше акцій, то більше прав), то домінуючими акціонерами можна вважати осіб, які тримають певний вид контрольного пакета акцій. Загалом Контрольний пакет — це кількість акцій, що дає змогу забезпечити контроль за діяльністю товариства, але якою мірою істотним буде цей контроль, залежить від виду контрольного пакета акцій.

Вважається, що гарантований контроль забезпечується пакетом акцій понад 50 % акціонерного капіталу. Такий пакет дає право вирішального голосу з усіх основних питань діяльності АТ. А коли на зборах присутні не всі акціонери, головний акціонер може контролювати й ті питання, які потребують узгодженості кваліфікованої більшості. Світовий досвід засвідчує, що контрольний пакет може бути значно менший від 50 %, особливо коли компанія велика, а її капітал "розпорошено" серед великої кількості акціонерів; відомі випадки, коли контрольний пакет становив лише кілька процентів статутного капіталу.

На підставі результатів аналізу чинного законодавства України та практики діяльності АТ можна виокремити такі види контрольних пакетів акцій [1]:

- *вирішальний 1-го рівня (абсолютний)*, тобто кількість акцій, яка забезпечує їх власникові можливість самостійно приймати будь-які рішення щодо діяльності товариства. Максимально сприятливий розмір цього пакета становить 75 % загальної кількості голосуючих акцій товариства, тобто 3/4 всіх голосів, яких достатньо для прийняття будь-якого рішення;

- *вирішальний 2-го рівня*, тобто кількість акцій, яка забезпечує їх власникові просту більшість голосів на загальних зборах товариства. Мінімальний розмір цього пакета становить 50 % загальної кількості голосуючих акцій товариства плюс одна акція, тобто достатній для прийняття більшості можливих рішень (крім рішень щодо зміни статуту товариства, припинення його діяльності, створення та припинення діяльності дочірніх підприємств, філій та представництв товариства);

- *блокуючий 1-го рівня*, тобто кількість акцій, яка дає змогу їх власникові блокувати рішення загальних зборів, що приймаються простою більшістю голосів. Розмір цього пакета становить 50 % загальної кількості голосуючих акцій товариства;

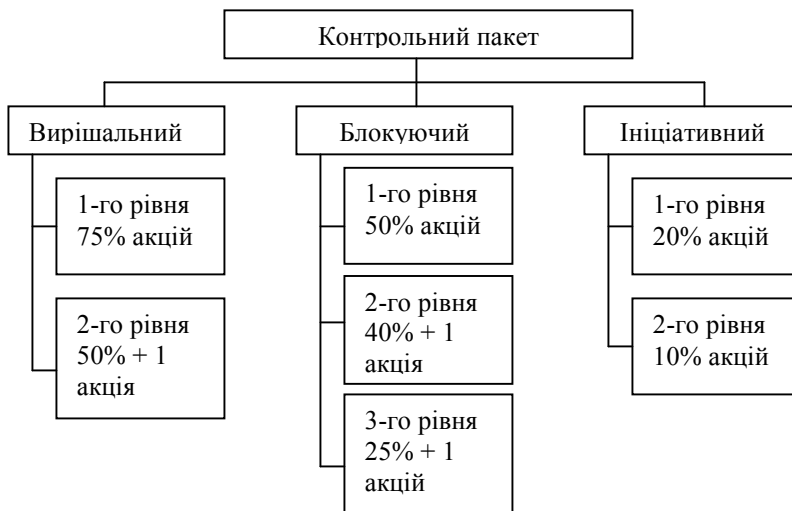


Рисунок 2.1 – Види контрольного пакета акцій [2].

- *блокуючий 2-го рівня*, тобто кількість акцій, яка дає змогу їх власникові блокувати правомочність загальних зборів товариства. Максимально сприятливий розмір цього пакета становить 40 %

загальної кількості голосуючих акцій товариства плюс одна акція, що дає право визнати збори неправомочними;

- *блокуючий 3-го рівня*, тобто кількість акцій, володіючи якою власник може блокувати рішення загальних зборів товариства, для прийняття яких необхідно 3/4 голосів. Відповідно мінімальний розмір цього пакета становить 25 % загальної кількості голосуючих акцій товариства плюс одна акція;

- *ініціативний 1-го рівня*, тобто кількість акцій, яка дає підстави їх власникові вимагати скликання позачергових загальних зборів товариства (у разі відмови скликати їх самостійно) та перевірки фінансово-господарської діяльності правління. Розмір цього пакета становить 20% загальної кількості голосуючих акцій;

- *ініціативний 2-го рівня*, тобто кількість акцій, яка дає можливість їх власникові вимагати включення питань до порядку денного загальних зборів АТ. Розмір цього пакета становить 10% загальної кількості голосуючих акцій.

Структуру контрольного пакета наведено на рис. 1. При цьому, в межах одного товариства може бути лише один вирішальний контрольний пакет, тоді як блокуючих чи ініціативних — від двох (блокуючий 1-го рівня) до десяти (*ініціативний 2-го рівня*) рівня.

Крім статутного фонду в АТ створюється резервний фонд у розмірі 25% статутного. Резервний фонд формується шляхом обов'язкових щорічних відрахувань не менш як 5% чистого прибутку до досягнення необхідного розміру. Резервний фонд призначений для покриття збитків, а також погашення облігацій.

Діяльність АТ припиняється шляхом його реорганізації (злиття, приєднання, поділу, виокремлення, перетворення) або ліквідації. Рішення при припиненні діяльності АТ у будь-якій формі є виключною компетенцією загальних зборів акціонерів (приймається більшістю голосів акціонерів - 3/4).

Порядок реорганізації АТ визначається Рішенням НКЦПФР «Про затвердження Порядку здійснення емісії та реєстрації випуску акцій акціонерних товариств, які створюються шляхом злиття, поділу, виділу чи перетворення або до яких здійснюється приєднання» (від 09.04.2013 № 520).

При реорганізації АТ шляхом злиття і приєднання капітали компаній об'єднуються. Досвід зарубіжних АТ засвідчує, що фінансове оформлення цієї процедури залежить від того, чи здійснюється об'єднання компаній як перехід на єдину акцію, тобто акції однієї компанії обмінюються на акції іншої, чи одна компанія є

продавцем, що купує іншу компанію за гроші, чи використовується комбінований варіант - обмін акцій і доплата грошима.

У разі обміну акцій передусім необхідно визначити коефіцієнт обміну. Зарубіжні АТ застосовують кілька способів розрахунку коефіцієнтів обміну, що різняться вибором основи для перерахунку. Такою основою можуть бути кілька показників. Зарубіжні компанії найчастіше використовують такі показники: чисті активи АТ (активи за виключенням зобов'язань) у розрахунку на одну акцію; ринкову ціну акції; чистий прибуток на акцію (ПНА).

Коефіцієнт обміну розраховують діленням вибраного показника компанії, яку купують (приєднують), на показник компанії-покупця.

Приклад. Чистий прибуток на акцію компанії, яку купують, дорівнює 5 дол., а компанії-покупця — 6 дол. Тоді коефіцієнт обміну визначають так:

$$K_{об} = 5 : 6 = 0,833.$$

Цей коефіцієнт показує, що 0,833 кожної акції покупця буде обмінений на одну акцію компанії, яку придбали. Коефіцієнт обміну є базою для початку переговорів про злиття або приєднання, остаточні ж умови обміну залежатимуть від результатів переговорів.

Якщо одна компанія купує іншу безпосередньо за гроші, то може виникнути ситуація, коли ціна придбання перевищує вартість активів компанії, яку купують. У цьому разі в об'єднаній компанії з'являється новий нематеріальний актив — гудвіл, який дорівнює перевищення вартості купівлі над справедливою вартістю придбаних активів і зобов'язань на дату придбання.

Існує і така форма об'єднання капіталів, як емісія спеціальних облігацій, на які обмінюються акції компанії, що приєднується. У такий спосіб капітал змінює форму з акціонерної на позикову, що позначається на структурі капіталу об'єднаной компанії.

АТ, що прийняло рішення про припинення шляхом злиття, приєднання, поділу, акціонерне товариство, до якого відбувається приєднання, акціонерне товариство, з якого здійснюється виділ, зобов'язане здійснити викуп простих акцій у акціонерів, які вимагають цього, в порядку, визначеному Законом України «Про акціонерні товариства». При цьому сумарний статутний фонд на дату прийняття рішення про злиття, приєднання, поділ, виділ чи перетворення має бути повністю сплачений та розподілений між його акціонерами (учасниками, членами). При емісії акцій під час реорганізації товариства продаж акцій не здійснюється. Якщо АТ прийняло рішення про реорганізацію, воно зобов'язане оцінити й викупити акції акціонерів, які вимагають цього, якщо ці акціонери не голосували за

реорганізацію і подали до товариства письмову заяву. Акції викупають за ціною, що визначається за домовленістю сторін, але не нижчою від номінальної вартості акцій.

Якщо номінальна вартість акцій товариств, які беруть участь у реорганізації, не дає змоги обміняти їх акції на ціле число акцій, то такі товариства повинні попередньо здійснити деномінацію, тобто змінити номінальну вартість випущених акцій шляхом роздібнення або консолідації.

У законодавстві України вживається термін "злиття" і не вживається "поглинання", тоді як у країнах з розвинутою ринковою економікою поширені обидва терміни. Крім того, у світовій практиці застосовують такі поняття, як поняття як дружні та ворожі злиття (поглинання). *Дружнім* вважається *злиття*, при якому керівництво обох компаній схвалює його і рекомендує акціонерам погодитись із злиттям. У цьому разі акціонери компанії, яка купується, згідно з конкретною домовленістю отримають платежі у вигляді акцій компанії-покупця, тобто вони стають її акціонерами; готівки; облігації або комбінований платіж — цінні папери і готівку. Якщо керівництво компанії, яку хочуть придбати, не згодне на такі умови і перешкоджає злиттю, то керівництво компанії-покупця безпосередньо звертається до акціонерів компанії, яку хочуть придбати. У цьому разі йдеться про *вороже поглинання*, тобто це пропозиція про злиття, на яке не погоджується керівництво компанії, яку мають поглинути. Керівництво компанії, що поглинає, просить і заохочує акціонерів компанії, яку купують, продати або обміняти їх акції за пропонованою ціною. А керівництво компанії, яка є об'єктом поглинання, намагається відмовити своїх акціонерів від цього, мотивуючи тим, що пропонується мала ціна.

Такі форми, як злиття і поглинання, найпоширеніші у США. Дослідники цих економічних процесів називають чотири основні хвилі поглинання і злиття. Перша зафіксована ще наприкінці XIX ст.: злиття компаній у нафтовій, сталеливарній, тютюновій та інших галузях промисловості. Друга хвиля спостерігалась у 20-х роках XX ст., коли підйом фондового ринку сприяв злиттю фірм у багатьох галузях. Третя хвиля припала на 60-ті роки. Четверта розпочалась на початку 80-х років і триває досі. Цьому сприяє глобалізація фінансових ринків. Нині щодалі більше компаній вдаються до стратегії зростання шляхом злиття і поглинання, що дає змогу швидко дістати доступ на нові ринки і швидко одержати прибуток від коштів, витрачених на придбання.

Що ж до фінансового аспекту, то злиття і приєднання компаній

можна виправдати лише якщо буде досягнуто таких результатів:

- збільшаться доходи;
- зменшаться витрати на одиницю виробленої продукції (або наданої послуги);
- підвищиться ефективність капіталовкладень;
- зменшиться сума податків.

Результативність злиття і приєднання пов'язана насамперед з отриманням ефекту синергізму, який полягає в тому, що вартість нової компанії стає вищою від вартості окремих компаній, що злилися.

Ефект синергізму виникає внаслідок дії ефекту масштабу (розширення масштабів виробництва зумовлює економії витрат, пов'язаних з поточною діяльністю), підвищення результативності управління, економії фінансових ресурсів, зменшення трансакційних витрат на виконання операцій.

Розглянемо чи створюють злиття і поглинання вартість нової компанії (рис. 2.2).

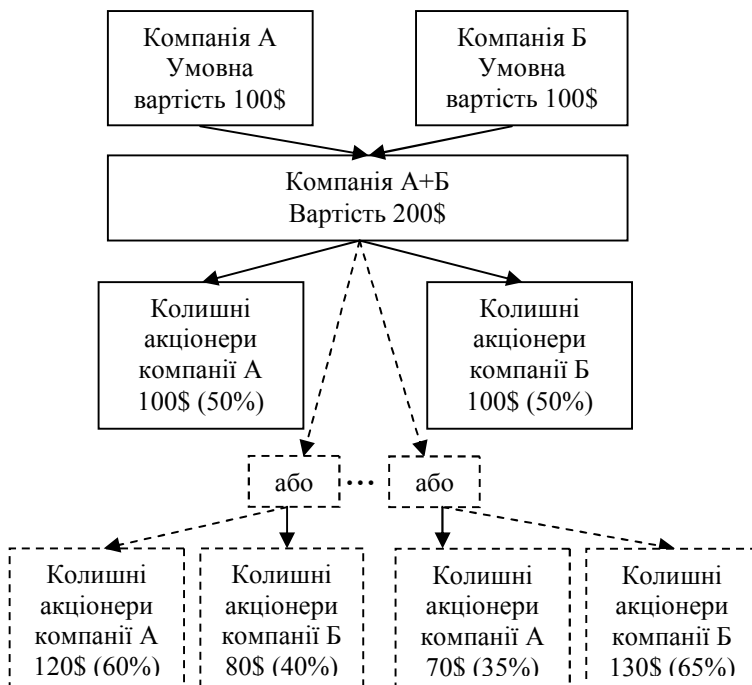


Рисунок 2.2 – Створення вартості нової компанії при злитті та розподіл виплат між колишніми акціонерами.

Вартість нової компанії може збільшитися за рахунок завантаження надмірних потужностей, посилення позиції на ринку, перегляду взаємовідносин з постачальниками та інше, або зменшитись, як це показано на рис. 2.3.

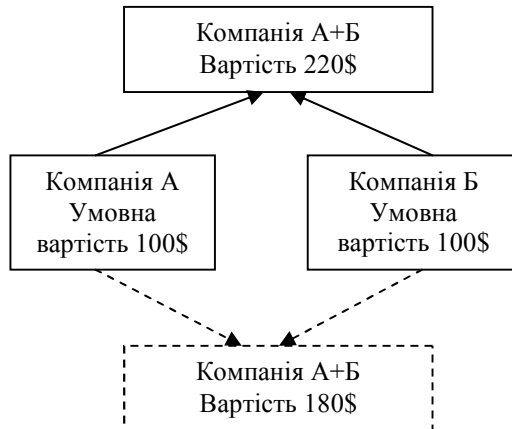


Рисунок 2.3 – Створення та втрата вартості нової компанії при злитті.

Синергія у бізнесі рідко ризикова. Вона повинна бути вища за премії ціни підприємства, яке поглинають (премія до ринкової ціни – це сума, яку покупець переплачує при придбанні компанії).

Синергічний ефект — додатковий дохід, що формується завдяки вищій економічній ефективності інтегрованого виробництва порівняно з відокремленим.

Акціонерні товариства мають право створювати на території України і за її межами філії, представництва та дочірні підприємства. Фінансові особливості *філій* і *представництв* полягають у тому, що вони не є юридичними особами. Це окремі підрозділи АТ, розміщені поза місцем знаходження товариства і наділені майном, що є частиною майна АТ. Майно обліковується як на балансі АТ, так і на окремих балансах філій і представництв, що здійснюють фінансово-господарську діяльність від імені товариства, яке їх створило і несе фінансову відповідальність за їх діяльність.

Особливості щодо фінансів *дочірнього підприємства* АТ полягають у тому, що воно є юридичною особою, яка має у статутному фонді частку товариства. Дочірнє підприємство несе фінансову відповідальність за свою діяльність і не відповідає за зобов'язаннями основного товариства.

З утворенням дочірніх підприємств пов'язане формування холдингів. Холдингова, або материнська, компанія — це публічне АТ або підприємство іншої організаційно-правової форми, що володіє пакетами акцій одного чи більше дочірніх підприємств і здійснює функції з управління цими підприємствами в межах повноважень, наданих акціями. Материнська і дочірня компанії утворюють холдингову групу.

Засновницька діяльність материнської компанії полягає у створенні або придбанні дочірніх фірм, які, в свою чергу, можуть мати дочірні фірми другого порядку тощо.

Отже, може бути створена багатоярусна (п'ять-шість ярусів) пірамідальна структура, яка забезпечує материнській компанії контроль за сукупними активами, що значно перевищують її власні. Тобто підприємства холдингових груп взаємно пов'язані або тільки фінансове (через володіння часткою капіталу), або ще й операційною діяльністю (виробничо-господарські зв'язки), але юридичне самостійні. Відповідним є розподіл фінансових ризиків та їх зниження їх рівня, оскільки кожна компанія, що входить у холдингову групу, самостійно несе відповідальність за своїми зобов'язаннями.

Контроль над дочірніми фірмами з боку материнської встановлюється на основі володіння певним пакетом акцій, що надає реальне право голосу на загальних зборах акціонерів і здійснення контролю. Теоретично цей пакет перевищує 25 % акцій, а практично (у разі розпорошення акцій) він може бути менший від 10 %. Отже, універсального поняття контрольного пакету акцій не існує, його розмір визначається в кожному конкретному випадку.

Для визначення результатів діяльності холдингової групи, прогнозування і ефективного управління нею використовують дані аналізу консолідованої фінансової звітності, яка відбиває фінансове становище групи як єдиного цілого.

Консолідована фінансова звітність складається шляхом впорядкованого додавання показників фінансової звітності дочірніх підприємств до аналогічних показників материнської компанії. У результаті користувачі фінансових звітів отримують для аналізу фінансову інформацію (форми № 1-4) про групу підприємств як єдине підприємство, що діє під головуванням холдингу, але не є юридичною особою.

Для того щоб фінансові звіти містили вірогідну інформацію про групу підприємств як єдине ціле, необхідно об'єднати всі пункти фінансових звітів (кожну статтю активів, зобов'язань, власного

капіталу, доходів і витрат), складених на одну й ту саму дату балансу за один і той самий звітний період; при цьому необхідно виключити:

- балансову вартість фінансових інвестицій материнської компанії в кожне дочірнє підприємство і її частку в кожному з них;

- суму внутрішньогрупових операцій (операції між материнським і дочірніми підприємствами або між дочірніми підприємствами однієї групи) і внутрішньогрупового сальдо (сальдо дебіторської заборгованості й зобов'язань на дату балансу, що утворилося в результаті внутрішньогрупових операцій);

- суму нереалізованих прибутків і збитків внаслідок внутрішньогрупових операцій (крім збитків, які не можуть бути відшкодовані).

Крім того, материнська компанія для складання консолідованої фінансової звітності визначає частку меншості в капіталі та фінансових результатах дочірніх підприємств. *Частка меншості* — це частка чистого прибутку (збитку) і чистих активів дочірнього підприємства, що не належить материнській компанії; вона визначається як добуток відсотка голосів, що не належать материнській компанії і відповідно чистого прибутку (збитку) та власного капіталу. Частка меншості відображається в консолідованому балансі й звіті про фінансові результати окремим рядком.

Складання консолідованої фінансової звітності вимагає застосування єдиної облікової політики для подібних операцій усіма підприємствами, що входять у групу.

Узагальнюючим показником діяльності холдингу може бути рентабельність активів (відношення чистого прибутку до активів).

Розглянемо деякі особливості оподаткування АТ.

В Україні для АТ існують такі самі умови оподаткування, як і для підприємств інших організаційно-правових форм, тобто вони обкладаються податком на прибуток, сплачують ПДВ, мито, здійснюють відрахування у фонди державного страхування, плату за землю, комунальний податок, а також інші загальнодержавні та місцеві податки і збори, передбачені податковим законодавством України для юридичних осіб.

Особливості оподаткування стосуються тільки дивідендних виплат і операцій з цінними паперами АТ.

В Україні встановлено різний порядок виплати дивідендів для резидентів і нерезидентів [3]. Резидентам — власникам корпоративних прав — дивіденди можуть виплачуватися незалежно від результатів діяльності АТ. При цьому розподілу на дивіденди можуть підлягати

прибуток звітний й минулих звітних періодів, а також кошти фондів економічного стимулювання та фондів спеціального призначення.

Особливість оподаткування дивідендних виплат в Україні полягає в тому, що АТ повинно перераховувати податок у розмірі 30% нарахованої суми для резидентів до виплати дивідендів або одночасно з нею. При цьому нарахований податок на прибуток зменшується на суму внесеного в бюджет податку на дивіденди. Якщо дивіденди виплачуються не за рахунок прибутку, а з інших власних джерел, то за відсутності об'єкта оподаткування податком на прибуток АТ буде платником податку на дивіденди. Отже, якщо податок на дивіденди перевищує суму нарахованого податку на прибуток, то зменшується оплата останнього в наступних податкових періодах.

Якщо дивіденди виплачуються акціями емітента і це не змінює пропорцій участі всіх акціонерів у статутному фонді АТ, то податок на дивіденди не стягується.

Дивіденди, які отримують акціонери — юридичні особи, не включаються до складу їх валового доходу, тобто звільняються від подвійного оподаткування. Дивіденди, що сплачуються акціонерам — фізичним особам, включаються до їх сукупного оподатковуваного доходу.

Дивіденди нерезидентам виплачуються з прибутку, що залишається в розпорядженні АТ після оподаткування. Суми доходів нерезидентів, отриманих у вигляді дивідендів, оподатковуються за ставкою 15 % нарахованої суми [3].

Операції емісії, розміщення та продажу за кошти цінних паперів, що випущені в обіг АТ (як й іншими суб'єктами підприємницької діяльності), не обкладаються ПДВ. Не обкладаються ПДВ також:

- передавання основних фондів у вигляді внеску до статутного фонду для формування цілісного майнового комплексу АТ в обмін на емітовані ним корпоративні права. Це стосується також увезення основних фондів на митну територію України (крім підакцизних товарів) і вивезення їх за межі митної території України;

- продаж за компенсацію сукупних валових активів (з урахуванням вартості гудвілу), тобто продаж підприємства як окремого об'єкта підприємництва або включення його валових активів до складу активів іншого підприємства (такі операції виконуються, зокрема, при злитті та приєднанні АТ);

- повернення основних фондів, внесених до статутного фонду підприємства, у разі виходу юридичних або фізичних осіб з числа засновників чи учасників або при ліквідації підприємства;

- надання комісійних (брокерських) та дилерських послуг з торгівлі або управління цінними паперами, а також деривативами на ринку цінних паперів України.

За операції із цінними паперами справляється державне мито. Зокрема, за реєстрацію інформації про емісію цінних паперів сплачується 0,1% номінальної вартості емісії.

У сучасних умовах економічної глобалізації для інвестора, який має тимчасово вільні кошти і прагне вигідно їх розмістити, існують альтернативи для ефективного розміщення. По-перше, він може сформувати портфель інвестицій з інструментів національних емітентів, номінованих у національній валюті. Такими інструментами є цінні папери державні, регіональні та місцеві органи влади, національні акціонерні товариства, депозити в національній валюті. По-друге, до інвестиційного портфеля можна включити цінні папери іноземних емітентів, що номіновані в національній валюті й купуються і продаються на національному ринку. По-третє, до інвестиційного портфеля можна включити інструменти, що купуються і продаються на національних фондовому і грошовому ринках, але номіновані в іноземній валюті.

При здійсненні міжнародних інвестицій кожна ТНК має брати до уваги особливості діяльності на світовому фінансовому ринку. Ці особливості зумовлені економічними і неекономічними чинниками. Найістотніші неекономічні чинники - психологічні, інформаційні та правові.

Психологічні бар'єри, що пов'язані з міжнародними інвестиціями, спричинені незнання економіки, політики, культури інших країн, іноземних мов, методів торгівлі на іноземних фінансових ринках, порядку звітності. Тому інституціональним інвесторам доцільніше, здійснювати міжнародні інвестиції через брокерів відповідних національних ринків.

Отримання інформації про іноземні ринки та емітентів - надзвичайно складне завдання. В сучасних умовах чимало іноземних брокерів надають постійно оновлювані дані фінансового аналізу з більшої частини іноземних акцій. Тому іноземні інвестори можуть звертатися до комп'ютерних інформаційних мереж, в яких містяться дані про ціни на світових фінансових ринках. Найвідомішими постачальниками інформації є: Reuters, Telerate, Tenfore, Forex, Exshare, Telekurs.

В різних країнах існують юридичні складності для іноземних інвесторів при розміщенні капіталу та поверненні у свою країну капіталу й отриманого доходу, а також особливості оподаткування.

Вони пов'язані насамперед з виникненням додаткових трансакційних витрат. Найпоширенішими з них є:

- а) вищі комісійні посередникам на іноземних ринках;
- б) вища плата за оформлення угод;
- в) вища плата управляючим портфелями міжнародних інвестицій.

Комісійні дилери фондових бірж можуть брати плату в різних формах: у договірному розмірі, фіксовано за встановленою шкалою, як різницю цін купівлі та продажу. В США комісійні за угоди з акціями низькі - переважно 0,18% для великих угод. В інших країнах вони вищі: від 0,3 до 1%.

Плата за оформлення угод про міжнародні інвестиції вища, ніж за угоди на національних ринках. Це пов'язано з багатовалютною системою обліку та звітності й можливою складністю структури розрахункових систем.

Плата за управління портфелем міжнародних інвестицій переважно вища, ніж за управління національним портфелем, що обумовлено різними причинами, зокрема передплатою на міжнародні бази даних, витратами на дослідження міжнародного фінансового ринку, не збіганням облікових систем у різних країнах, вартістю комунікацій.

Для мобільного переказу кредитно-фінансових ресурсів з однієї країни в іншу міжнародні корпорації використовують "міжнародну систему управління готівкою" (*international cash managment*). Її суть полягає в тому, що ТНК організовує внутрішньофірмові грошові потоки таким чином, щоб максимально знизити податки, втрати від неналежної кон'юнктури, сильної інфляції, зниження курсу валюти. В рамках системи міжнародного управління готівкою виділяють такі основні канали переміщення засобів усередині ТНК: прямий переказ капіталу; переказ дивідендів; плата за послуги (управлінські, науково-дослідницькі та ін.); плата за ліцензії; трансфертні ціни у внутрішньофірмовій торгівлі; внутрішньофірмові кредити; внутрішньофірмове страхування.

У явній формі з внутрішньофірмового руху фінансових ресурсів здійснюється тільки прямий переказ капіталу і переказ дивідендів. Прямий переказ капіталу за кордон зазвичай пов'язаний із реалізацією великого проекту: відкриттям філії або захопленням іноземної фірми. Виплата дивідендів та їх переказ є нормальним результатом функціонування закордонного дочірнього підприємства.

Для вирішення інших завдань ТНК використовують приховані методи переказу прибутку, які набувають вигляду обміну товарами і послугами між різними підрозділами фірми. Завдяки цим каналам,

міжнародний концерн виводить свої прибутки з-під контролю держави, що дає можливість ухилятися від сплати податків, уникати різноманітних обмежень (наприклад, при вивезенні прибутків із країн, що розвиваються), приховано субсидувати певну філію (зокрема, для підтримання низьких цін).

Світова практика виробила достатньо ефективний механізм узгодження інтересів ТНК як єдиного організму з інтересами кожного окремого підприємства, що входить до її складу. Його принципова риса полягає в тому, що головна організація не може ставити за мету встановлення повного контролю за членами групи, її завдання - вирішення питань підвищення ефективності діяльності всього комплексу підприємств, що входять до системи ТНК, в тому числі обмеження конкуренції, вдосконалення руху грошового капіталу, забезпечення надійності поставок і збуту, об'єднання ресурсів, взаємодопомога. Рішення можуть прийматися лише з огляду на взаємну вигоду всіх учасників.

2.1.2. Корпоративні цінні папери і операції з ними

Під корпоративними цінними паперами зазвичай розуміють акції як пайові цінні папери, що емітуються АТ, за якими емітент не несе зобов'язання повернути кошти, внесені в його статутний фонд, але які засвідчують участь у ньому, дають їх власникам право брати участь в управлінні справами АТ і одержувати частину прибутку у вигляді дивідендів та частину майна при ліквідації товариства.

Акції - основний вид цінних паперів, з якими працюють корпорації; їх емісія та розповсюдження, власне, і створюють корпорацію.

Акція (від лат. *actio* — розпорядження, претензія) — безстроковий документ, що підтверджує право власника на частину спільного капіталу АТ. Покупець акції стає співвласником корпорації, бере па себе пов'язані з цим обов'язки і отримує певні права.

Акції за умов розвиненого фондового ринку виконують кілька важливих функцій:

Акція як цінний папір має відповідні ознаки. За основними ознаками акції класифікуються так:

- іменні та на пред'явника; прості або привілейовані;
- з правом голосу або без такого права ("безголосі"); з номінальною вартістю або без номінальної вартості;
- паперові (документарні) та бездокументарні.

Іменні акції та акції на пред'явника відрізняються способом передавання прав власності. Якщо для передавання права власності на акцію на пред'явника необхідна лише згода сторін і просте передавання самих акцій (або їх сертифіката), то для іменних акцій ця процедура ускладнюється необхідністю подання заяви про передавання прав попереднім власником і реєстрацію нового власника в реєстрі акціонерів.

Нині в Україні переважно поширено іменні акції і відповідно створено сектор інфраструктури ринку цінних паперів — інститути реєстраторів власників іменних акцій. З погляду емітентів іменні акції вигідні тим, що дають змогу відслідковувати передавання прав власності й тим самим запобігати небажаному переходу великих пакетів акцій та прав контролю за корпорацією від одних осіб до інших. Разом з тим на світових фондових ринках спостерігається тенденція до збільшення питомої ваги акцій на пред'явника.

Залежно від обсягів прав, що закріплюють акції, вони поділяються на *прості та привілейовані (преференційні)*, а також на *акції з правом голосу або без нього*. Можливі різні переваги привілейованих акцій порівняно з простими: у праві голосу (багатоголосі акції); фіксовані або вищі, ніж за простими, дивіденди; право вимагати більшу частку в ліквідаційній сумі та переважне задоволення цього права, порівняно зі звичайними акціонерами, у разі припинення діяльності АТ. Конкретні права власників привілейованих акцій закріплюються у статуті АТ. Найпоширенішим видом є привілейовані акції з фіксованим розміром дивідендів без права голосу на загальних зборах акціонерів. Такі акції найменше утискають права власників простих акцій.

Часто корпорації західних країн випускають такий різновид привілейованих акцій з фіксованими дивідендами, як кумулятивні: якщо дивіденд не сплачується в будь-який рік, він оплачується в наступні роки, більш сприятливі за фінансовими результатами діяльності АТ. Частка привілейованих акцій не може перевищувати 10 % статутного фонду корпорації за законодавством України. Якщо корпорація має великий прибуток, то за простими акціями акціонери можуть отримати більше дивідендів. У такому разі для підвищення розміру дивідендів за привілейованими акціями потрібне відповідне рішення загальних зборів акціонерів. Однак привілейовані акції менш ризиковані — дивіденди повинні сплачуватись у першочерговому порядку (або нагромаджуватись) незалежно від фінансових результатів діяльності корпорації.

Дуже рідко емітуються акції з правом кількох голосів (багатоголосі). Наприклад, у Німеччині випуск таких акцій допускається лише з дозволу міністра економіки відповідного суб'єкта федерації (федеральної землі) і тим АТ, які мають особливе значення для економіки країни.

Законодавством України (ст. 44 Закону України "Про господарські товариства" [4]) передбачено, що голосування на загальних зборах акціонерів відбувається за принципом: одна акція — один голос, тобто "багатоголосі" акції випускатися не можуть.

В окремих країнах світу (наприклад, у Німеччині) застосовується поділ акцій на "нові" і "старі" залежно від часу їх емісії. Вони різняться тільки в перший рік емісії "нових" акцій. Відмінність полягає в різних котируваннях і обсягах виплати дивідендів (дивіденди за новими акціями сплачуються тільки за період їх обігу на фондовому ринку, а не за весь рік). Після завершення першого року "нові" і "старі" акції стають ідентичними [5, с. 17].

Номінальна вартість акції відбиває частку коштів інвестора в реальному капіталі АТ і не пов'язана з ринковою вартістю. Концепцію номінальної вартості було прийнято з метою захисту інтересів кредиторів шляхом визначення постійної суми капіталу, яку власники не могли вилучити протягом існування корпорації; згодом практика засвідчила, що встановлення номінальної вартості неефективне для захисту як кредиторів, так і акціонерів. Тому нині у західній практиці корпорації можуть випускати акції із зазначенням або без зазначення номінальної вартості. Акції без встановленого номіналу можуть бути продані за будь-якою емісійною ціною. У разі випуску таких акцій внесений капітал, тобто сума, одержана корпорацією від продажу акцій за емісійною ціною, поділяється на встановлений капітал (встановлена вартість, одержана від реалізації акцій) і додатково внесений капітал (різниця між емісійною ціною і встановленою вартістю). У США, наприклад, де законодавством багатьох штатів не забороняється випуск акцій без номіналу, встановлено "законний" капітал (визначається законом штату) [6, с. 84].

В Україні АТ можуть випускати лише акції із встановленою номінальною вартістю. Згідно із Законом України "Про господарські товариства" [4] акціонер в обумовлений установчими зборами термін, але не пізніше як через рік після реєстрації АТ, зобов'язаний сплатити повну вартість акції (номінальну). Відповідно до Закону України "Про цінні папери та фондовий ринок" [7] у протоколі рішення засновників про випуск акцій має бути зазначена номінальна вартість акції, а додатковий випуск акцій можливий лише тоді, коли всі раніше

випущені акції повністю сплачені за вартістю не нижче від номінальної.

За формою існування акції поділяються на паперові (документарні) і бездокументарні (їх особливості визначені Законом України "Про Національну депозитарну систему і особливості електронного обігу цінних паперів в Україні").

Документарна форма акції як цінного паперу — це паперовий бланк з визначеними реквізитами. На кілька акцій акціонеру може видаватися сертифікат. *Бездокументарна форма* акції — це здійснений зберігачем обліковий запис, який є підтвердженням права власності на акцію. Зберігачем може бути саме АТ-емітент або за договором з ним комерційний банк чи торговець цінними паперами. Форма випуску акцій визначається за рішенням АТ-емітента і затверджується ДКЦПФР при реєстрації випуску акцій.

Важливу роль у фінансовій діяльності корпорації можуть відігравати облігації, що емітуються нею з метою залучення позикового капіталу.

Облігація — це цінний папір, що засвідчує право її покупця на отримання від особи, яка випустила облігацію, її номінальної вартості і відсотків від неї у визначений термін. *Корпоративна облігація* — це зобов'язання АТ перед власниками облігацій щодо виплати певного доходу і погашення їх номінальної вартості через певний період.

Наведемо основні ознаки корпоративної облігації як цінного паперу:

- облігація засвідчує відносини позики між її покупцем, який є кредитором АТ, і корпорацією-емітентом, що є боржником;
- на відміну від акцій облігації завжди мають номінальну вартість, яка є важливою ознакою цих цінних паперів — емітент зобов'язується погасити їх номінальну вартість у зазначений термін і фіксований дохід, як правило, визначається у відсотках номінальної вартості;
- облігації випускаються на певний період, після завершення якого емітент гарантує виплату їх номінальної вартості;
- емітент зобов'язаний сплачувати фіксований дохід у терміни і розмірах, встановлених умовами облігаційної позики; дохід - сплачується як відсоток (купон) номінальної вартості або у вигляді дисконту (тобто емітент продає облігації за ціною нижче від номінальної вартості, а погашаються вони за номіналом);
- облігації можуть мати одночасний термін погашення або різні терміни за окремими серіями в певні періоди;

- у разі ліквідації АТ або визнання його банкрутом зобов'язання перед власниками облігацій задовольняються, як і перед іншими кредиторами, раніше ніж перед власниками акцій;

- облігації можуть бути іменними і на пред'явника.

Залучення капіталу шляхом емісії боргових зобов'язань (облігацій) є однією з форм тривалого кредитного фінансування великих АТ через поділ загальної суми кредиту (емісії облігацій) на невеликі частки. Такі позики дають можливість зібрати від великої кількості окремих кредиторів (власників облігацій) необхідну кредитну суму, яку важко було б отримати під вигідні для позичальника умови у банку. З одного боку, кредитор (інвестор) не може одразу ж розірвати свої відносини з емітентом з приводу власності на облігації якщо, (звичайно, не передбачено викуп або погашення облігацій у визначений час протягом року). З іншого боку, кожна особа, яка має облігації, може припинити відносини з емітентом з приводу кредиту, і продавши облігації на фінансовому ринку, так само як акціонер, продавши акції, може припинити свою участь у цьому АТ.

Законодавством України встановлено обмеження на випуск корпоративних облігацій - їх сумарна номінальна вартість не може перевищувати 25 % статутного фонду, але в ньому немає жодних вказівок щодо видів облігацій, які можуть емітувати корпорації. Отже, українські АТ, скориставшись досвідом країн з розвинутою ринковою економікою, можуть обрати будь-які різновиди облігацій, давно відомі в цих країнах.

Розглянемо найпоширеніші у світі різновиди корпоративних облігацій і їх особливості.

Облігації без забезпечення (незабезпечені облігації) є цінними паперами, що засвідчують лише загальне зобов'язання платежу. У разі його невиконання емітентом власник незабезпеченої облігації може поряд з іншими кредиторами в порядку черговості, передбаченому законодавством, звернути стягнення на майно емітента.

Незабезпечені облігації випускаються тоді, коли компанія має активи (або матиме їх у результаті отримання позики), яких вистачить для погашення основної суми позики. Корпорація-позичальник має враховувати, що за незабезпеченими облігаціями їй доведеться сплачувати вищу процентну ставку, ніж за іншими видами облігацій. Тому найчастіше корпорації намагаються випускати боргові цінні папери більш високої якості, а саме: *облігації, забезпечені заставою певного майна АТ*, або забезпечені майном, наданим третіми особами спеціально з цією метою. Отже, забезпечена облігація крім

зобов'язання платежу містить додаткову гарантію у вигляді застави майна емітента або третіх осіб. Зазвичай це нерухомість, цінні папери, запаси продукції та інше майно. Якщо компанія випустила облігації, забезпечені фіксованою заставою, вона не має права продавати заставлені активи без дозволу власників облігацій. Як правило, вони можуть конфісковувати конкретні активи, якщо компанія не виконує умов облігаційної позики.

Облігації можуть забезпечуватися не фіксованою, а плаваючою заставою. Забезпеченням можуть бути різні матеріальні й нематеріальні активи, у тому числі торговельні марки, довгострокові контракти, гарантії третіх осіб тощо. Таку заставу використовують тоді, коли компанія не має нерухомості для застави або не хоче передавати власникам облігацій фіксовану заставу. На відміну від власників облігацій з фіксованою заставою власники облігацій з плаваючою заставою не мають права конфісковувати активи в разі невиконання АТ умов позики. Проте вони можуть вимагати ліквідації АТ для того, щоб після продажу активів повернути свої гроші. У таких випадках облігації з плаваючою заставою будуть погашатися після облігацій з фіксованою заставою, але до задоволення вимог решти кредиторів. Оскільки облігації з плаваючою заставою ризикованіші для інвестора, корпорація змушена встановлювати за ними вищу процентну ставку, ніж для облігацій з фіксованою заставою. Корпорації можуть випустити відкличні або частково відкличні облігації. *Відкличними* називаються *облігації*, за якими в емітента залишається право повернути борг раніше дати платежу. Іншими словами, емітент може достроково викупити облігації з виплатою премії — деякої суми понад платіж, який належить виплатити у встановлений термін погашення. Умови відклику визначаються і оголошуються емітентом до початку продажу облігацій.

Для випуску (погашення) облігацій емітент може сформувати відкладений фонд за рахунок прибутку. Іноді компанія створює викупний фонд шляхом щорічних відрахувань певної суми грошей, використовуючи його для поступового викупу невідкличних облігацій на вторинному ринку.

Існують *облігації з можливістю дострокового погашення*. На відміну від відкличних вони погашаються достроково за бажанням їх власників. Така можливість обумовлюється при випуску облігацій. При цьому встановлюються вартість погашення і термін, не раніше якого облігації можуть бути пред'явлені для дострокового погашення.

До боргових цінних паперів з особливими правами для інвесторів належать конвертовані облігації. Поряд із звичайним правом на

грошову вимогу така облігація має також право обміну на акції АТ, яке емітувало ці облігації. Після обміну на акції право на повернення основного капіталу за облігаціями та на отримання доходу у вигляді відсотків анулюється. В інформації про емісію обов'язково необхідно обумовити такі положення: пропозиції обміну (коефіцієнт конвертації); термін конвертації; необхідність, порядок і розмір доплат; облігації, не конвертовані до завершення терміну їх дії, погашаються у звичайному порядку.

Наприклад, коефіцієнт конвертації дорівнює трьом, отже, одну облігацію можна обміняти на три акції. Коефіцієнт конвертації дорівнює ціні облігації (як правило, за номінальною вартістю) поділений на ціну конвертації (вартість акції, що береться до розрахунку для обміну облігацій на акції).

Право на конвертацію вважається привілеєм інвестора, і конвертація виконується виключно на прохання власника облігацій. Тому дохід (процентна ставка) за такими облігаціями встановлюється, як правило, нижчою, ніж за звичайними облігаціями. Приймаючи рішення про конвертацію, власник облігацій керується передусім біржовим курсом акцій; конвертація буде для нього вигідною тоді, коли курс акцій перевищує ціну конвертації.

Емітент може впливати на останній термін перетворення облігацій на акції, поступово змінюючи за часом суму доплат. Якщо потрібно раніше викупити або перетворити облігації на акції, встановлюють низьку доплату, яка поступово збільшується, а якщо необхідно відстрочити час конвертації, то чинять навпаки.

Курс конвертованої облігації встановлюється з огляду на певні фактори, зокрема на кількість днів до виплати відсотків (доходу) за облігаціями, час до майбутньої конвертації, курс акцій, розмір доплат, а також на інші, які можуть впливати на формування ціни облігації.

Час обороту конвертованих облігацій на Заході становить 10-20 років. Виплата відсотків за облігаціями або їх обмін на акції може здійснюватися один раз після закінчення терміну випуску або через певний час відповідно до встановленого плану погашення заборгованості. Оскільки крім квоти погашення необхідно виплачувати відсотки, то фінансове навантаження підприємства в різні роки за однакових квот погашення різне. Для досягнення однакового навантаження погашають насамперед меншу кількість облігацій при високому рівні відсотків; у разі зниження останніх квоти погашення збільшуються. Борг може погашатися шляхом розіграшу лотереї (тоді номери, що виграли, сплачуються) або зворотного викупу на біржі облігацій, призначених для погашення.

Позитивним для емітента є нижча вартість обслуговування боргу порівняно з випуском звичайних облігацій, а також можливість відстрочення розміщення акцій на термін щонайменше рік (зазвичай 3-5 років). Негативним для емітента є ризик виникнення проблем з обслуговуванням боргу у зв'язку з погіршенням фінансового становища; можливе ускладнення планування подальшої діяльності підприємства, оскільки на початку важко прогнозувати обсяг розміщених шляхом конвертації додаткових акцій і відповідно грошових потоків (адже інвестор самостійно приймає рішення: погашати облігацію або конвертувати її в акції).

Для великих компаній інструментом позичання капіталу через міжнародні фондові ринки може бути емісія єврооблігацій (євробондів), які іноді називають ще міжнародними облігаціями.

Єврооблігації — це облігації іноземних емітентів, номіновані у валюті країни розміщення і призначені для розповсюдження серед міжнародних інвесторів; їх можуть купувати інвестори практично кожної країни і передбачати різні умови для задоволення своїх потреб.

Як правило, євробонди — це довгострокові (розраховані щонайменше на 10 років) цінні папери на пред'явника, з фіксованою процентною ставкою. Основна перевага євробондів для емітента полягає в тому, що термін їх погашення значно перевищує терміни погашення кредитів. Отримані у такий спосіб кошти можна вважати довгостроковими інвестиціями. Найчастіше компанії використовують їх для цілковитої реконструкції виробництва. Євробонди випускають зазвичай емітенти з високою платоспроможністю, тому відсотки, що сплачуються за ними, невеликі, часто навіть нижчі, ніж за державними цінними паперами. Отже, вартість позики порівняно з кредитами на внутрішньому ринку (без урахування накладних витрат) невелика — 8,3-12,5 % річних. Проте випуск єврооблігацій прийнятний тільки для великих корпорацій через великі накладні витрати. Наприклад, при позичанні 100 млн дол. додаткові витрати становлять приблизно 2 млн дол. Ці кошти витрачаються для здійснення аудиту за міжнародними стандартами; укладання контракту з відомою фірмою-консультантом, яка допоможе підготувати проспект емісії; укладання угод з інвестиційним банком і платіжним агентом; отримання кредитного рейтингу в одному з провідних рейтингових агентств; реєстрація емісії єврооблігацій; здійснення рекламної кампанії.

Розміщення єврооблігацій відбувається у три етапи. На першому відбирають рейтингові агентства, провідних менеджерів і консультантів, з'ясовують доцільність отримання кредитного рейтингу. Присвоєння корпорації-емітенту кредитного рейтингу не

обов'язкове, але бажане для одержання коштів на вигідніших умовах. На другому етапі створюють пакет документів для регулювання угоди, готують проспект емісії, визначають емісійний синдикат. Третій етап передбачає розміщення облігацій і розрахунки між учасниками угоди. Як правило, розміщує облігації в кількох країнах емісійний синдикат, що іноді складається з кількох десятків фінансових інституцій. Домінуюча форма розміщення — андерайтинг, тобто викуп облігацій членами синдикату з подальшим їх перепродажем кінцевим інвесторам.

Досвід великих російських компаній (НК "Лукойл", ВАТ "Мосенерго" і "Іркутськенерго", НК "Татнафта" та ін.) засвідчує, що розміщення єврооблігацій триває близько року. Велику роль у цьому відіграє валютний ризик, адже девальвація національної валюти може звести нанівець всі переваги цього виду позик, значно зростуть виплати за єврооблігаціями. Саме так сталося в Росії під час фінансової кризи 1998 р.

Ще одним інструментом залучення прямих зарубіжних інвестицій у сучасних економічних умовах є випуск і розміщення серед потенційних стратегічних інвесторів депозитарних розписок на акції вітчизняних емітентів.

Депозитарна розписка — це цінний папір, що обертається на ринку і підтверджує право власника на певну кількість цінних паперів, депонованих у депозитарії.

У законодавстві України відсутнє визначення депозитарних розписок як цінних паперів [8]. У літературних джерелах [9, 10] зазначається, що депозитарна розписка — це документ, який випускається іноземною депозитарною установою згідно із законодавством відповідної держави на акції товариства.

Необхідність випуску і розміщення депозитарних розписок виникає тоді, коли безпосереднє розміщення первинної або додаткової емісії акцій компанії серед певного кола потенційних прямих іноземних інвесторів неможливе з таких причин:

- через наявність у країні юрисдикції прямого інвестора законодавчих обмежень на вивезення капіталу;
- відсутність у потенційного інвестора дочірньої компанії, що функціонує у країні емітента і могла б бути покупцем акцій;
- наявність суттєвих ризиків, пов'язаних з відповідальним зберіганням цінних паперів, що є власністю прямого інвестора;
- неоптимальний механізм розрахунку і конвертації дивідендів та інших виплат прямому інвестору від участі в капіталі підприємства.

Випуск депозитарних розписок на емісію акцій емітента дає змогу реальним зарубіжним інвесторам отримати контрольний пакет акцій об'єкта інвестування і водночас мінімізувати ризик, пов'язаний з обігом належних їм цінних паперів, оскільки він регламентуватиметься не тільки національними, а й міжнародними правовими нормами.

Особливо поширені *американські депозитарні розписки* (АДР). Значною мірою це пояснюється тим, що згідно із законодавством США цінні папери іноземних емітентів, випущені в іншій, ніж АДР, формі, не допускаються в обіг на фондовому ринку США. Американська депозитарна розписка — це сертифікат, що підтверджує право власності на певну кількість американських депозитарних акцій або глобальних депозитарних акцій, які, у свою чергу, засвідчують право власності на певну кількість цінних паперів іноземного емітента.

Основні цінні папери (тобто акції та облігації, що емітовані корпорацією) — це базові активи, на які можуть бути випущені похідні (вторинні) цінні папери, або деривативи.

Вартість похідних цінних паперів залежить від ціни основних, до яких вони випускаються, і утворюється з цієї ціни.

Хоча похідні цінні папери безпосередньо не є інструментом залучення капіталу, але вони виконують певні специфічні функції і, отже, відіграють помітну роль у функціонуванні корпорацій. Найпоширенішими деривативами є опціони різних типів. Опціон — це стандартизований контракт, який дає право його власникові на придбання (опціон на купівлю — *call*) чи на продаж (опціон на продаж — *put*) у визначений термін зазначену в опціоні кількість базового активу за зафіксованою при укладенні угоди ціною (ціна виконання).

Якщо передбачено, що опціон можна реалізувати тільки у якийсь визначений день, цей опціон називають "європейським". Якщо ж опціон можна реалізувати як у визначений день, так і до цього дня, такий опціон називають "американським".

Різновидом опціону на купівлю є варант, який випускається емітентом разом з власними привілейованими акціями чи облігаціями і надає його власникові право на придбання простих акцій цього емітента протягом певного періоду за певною ціною.

Опціони, випущені на акції та облігації компаній, безпосередньо не є інструментом залучення додаткового капіталу; ринок опціонів, не додає грошей на фінансування діяльності корпорацій. Опціони, як й інші похідні цінні папери, створюють фіктивний капітал і забезпечують його рух. Мало того, похідні цінні папери є фіктивним капіталом у найчистішому вигляді. Нині торгівля опціонами є дуже

популярною спекулятивною операцією на фінансових ринках країн з розвинутою ринковою економікою (зокрема, у США), яка дає можливість дуже швидко отримати непоганий дохід і великі комісійні.

У 1973 р. в Чикаго було засновано біржу опціонів, яка мала майже постійний успіх. Протягом п'яти років інвестори уклали опціонні угоди на купівлю або продаж більш як 10 млн акцій щоденно. Нині опціонами торгують на багатьох біржах. Торгівля опціонами — це спеціалізований бізнес, технологіям якого присвячені спеціальні посібники. Методи визначення вартості опціонів та їх застосування докладно розглядаються в окремих виданнях з корпоративних фінансів [11].

Крім надання можливостей здійснення арбітражних (спекулятивних) операцій похідні цінні папери виконують функцію управління фінансовими ризиками, захищають інвесторів від ризиків базових активів, чим сприяють вкладанню коштів в основні цінні папери. Отже, опціони відіграють певну роль у функціонуванні корпорацій, хоча не доведено, що торгівля опціонами може стабілізувати чи дестабілізувати ринок акцій і облігацій.

Згідно із Законом України "Про цінні папери та фондовий ринок" *вексель* — цінний папір, який засвідчує безумовне грошове зобов'язання векселедавця сплатити після настання строку визначену суму грошей власнику векселя (векселедержателю). Обіг векселів регулюється особливими нормами права — вексельним правом, що вимагає насамперед правильного оформлення векселя, у противному разі він буде недійсний.

Згідно зі ст. 5 Закону України "Про обіг векселів в Україні" [12] форма і порядок виготовлення бланків векселів затверджуються НКЦПФР; векселі складаються в документарній формі на бланках з відповідним ступенем захисту від підроблення і не можуть бути переведені у бездокументарну форму (знерухомлені).

Розблокуванню неплатежів і залученню кредитів може сприяти застосування корпораціями особливого виду цінних паперів — складських свідоцтв як фінансового інструмента отримання кредитів під заставу запасів товарів.

Складське свідоцтво (СС) — це товаронаповнений цінний папір, що видається зберігачем (товарним складом) на підтвердження прийняття товарів на зберігання. Складське свідоцтво є неемісійним цінним папером, для випуску якого не потрібні державна реєстрація і реєстрація проспектів емісії. В Україні ще немає нормативних документів, які визначають особливості СС. У Росії частково розроблено правову базу використання СС. Розрізняють СС двох

типів: прості та подвійні. Просте СС є цінним папером на пред'явника і складається з однієї частини. Подвійне СС складається з двох частин: складського свідоцтва — А і заставного свідоцтва — Б (варанта), які є цінними паперами і можуть обертатися разом або окремо на біржовому і позабіржовому ринках.

Варант використовують як заставу для отримання кредиту. Його відокремлюють від подвійного СС і передають кредитору; при цьому на частині А в подвійному СС роблять позначку про суму отриманого кредиту і відсотки за ним. Отже, покупець частини А подвійного СС сповіщається про наявність застави і її суму, а для отримання товару зі складу йому необхідно розраховатися з кредитором, оскільки це можливо лише в обмін на обидві частини подвійного СС.

Розглянемо операції, які здійснюють на фондовому ринку корпорації з власними цінними паперами, зокрема це емісія (первинна і додаткова) і розміщення цінних паперів на первинному ринку; придбання і перепродаж власних цінних паперів на вторинному ринку; обмін облігацій на акції; рефінансування облігацій.

Емісія (первинна та додаткова) і розміщення цінних паперів на первинному ринку — основна операція, що забезпечує корпорації джерелами фінансування. Цю емісію називають промисловою, оскільки вона створює умови для інвестиційної та виробничої діяльності емітентів. Саме вона є визначальною у становленні фондового ринку.

Промислову емісію акцій здійснюють у таких випадках:

- у разі заснування нового АТ;
- збільшення статутного фонду АТ;
- перетворення приватного АТ на публічне.

Емісію боргових цінних паперів (корпоративних облігацій) здійснюють після прийняття рішення про залучення додаткового капіталу шляхом облігаційної позики.

Процедури емісії в усіх країнах світу регулює держава; правове регулювання може бути більш-менш жорстким залежно від конкретної країни.

Зазвичай публічна (відкрита) емісія цінних паперів потребує реєстрації інформації про емісію.

Відповідальною процедурою є первинне розміщення випуску акцій і облігацій, адже від цього залежить поповнення фінансових ресурсів корпорації (а в разі першої емісії акцій — заснування АТ). Можливі два способи публічного розміщення акцій і облігацій: безпосередній продаж інвесторам за допомогою андерайтерів або підписки. Найбільшою мірою процедура андерайтингу поширена у

США; взагалі ж у світі популярніше розміщення за підпискою. У ст. 29, 30 Закону України "Про господарські товариства" [4] також передбачене розміщення акцій шляхом відкритої підписки на них у ПАТ і розподілу всіх акцій між засновниками в ПрАТ. При створенні АТ відкритої підписки організовують засновники. Вони зобов'язані бути держателями акцій на суму щонайменше 25 % статутного фонду строком не менш як два роки. Термін відкритої підписки на акції не повинен перевищувати шести місяців. Якщо за цей час підпискою не буде охоплено 60% акцій, АТ вважається незаснованим. Особи, які бажають придбати акції, зобов'язані внести на рахунок засновників щонайменше 10% вартості акцій, на які вони підписалися; після цього засновники видають цим особам письмове зобов'язання про продаж відповідної кількості акцій. До дня скликання установчих зборів особи, що підписалися на акції, повинні внести з урахуванням попереднього вкладу, щонайменше 30% номінальної вартості акцій або щонайменше 50 %, якщо всі акції АТ розподіляються між засновниками. Акціонери у встановлені установчими зборами строки, але не пізніше як рік після реєстрації АТ, зобов'язані сплатити повну вартість акцій.

Підписка на додатково випущені акції здійснюється у такому ж порядку, як і на акції, випущені вперше. Акціонери користуються переважним правом на придбання додатково випущених акцій.

Процедура андерайтингу вітчизняним законодавством не регулюється і поки що практично не застосовується. У зарубіжних країнах андерайтинг здійснюють інвестиційні банки (андерайтери) — фірми, що забезпечують початковий продаж цінних паперів корпорацій на первинному ринку. Для цього вони надають консультації корпораціям щодо того, які папери доцільно випускати — акції чи облігації; якщо варто випускати облігації, то інвестиційні банки пропонують вибрати їх вид, термін обороту і відсотки; гарантують корпорації ціну нових цінних паперів і продають їх інвесторам.

Якщо планується випустити великий обсяг цінних паперів, то кілька інвестиційних банків утворюють синдикат для того, щоб спільно здійснювати андерайтинг з метою диверсифікації ризику при реалізації цінних паперів.

Всесвітньо відомими інвестиційними банківськими фірмами США є "Merrill Lynch", "Morgan Stanley", "Salomon Brothers", "First Boston Corporation" та "Goldman Sachs". За обсягом розміщених акцій і облігацій перше місце посідає фірма "Merrill Lynch". Наприклад,

тільки протягом 1991р. ця фірма керувала розміщенням 561 емісії на загальну суму понад 100 млрд дол. [13].

Існують дві основні форми андерайтингу — фірмове зобов'язання і розміщення за принципом найкращих умов на ринку. Андерайтинг за принципом фірмового зобов'язання є найпоширенішою формою для розміщення великих емісій (понад 10 млн дол.) у США. Вона передбачає, що андерайтер викуповує в емітента весь обсяг емісії за договірною ціною, а потім продає цінні папери за ринковою ціною; спред (різниця між ринковою та договірною цінами), що виникає при цьому, є платою за послуги андерайтера. Отже, при застосуванні фірмового зобов'язання емітент отримує обумовлену угодою купівлі-продажу цінних паперів суму, а всі ризики, пов'язані з реалізацією цінних паперів, бере на себе андерайтер.

Розміщення за принципом найкращих умов на ринку передбачає, що андерайтер діє як агент емітента і отримує комісійну винагороду за фактичне розміщення цінних паперів. За угодою андерайтер зобов'язується всебічно сприяти продажу цінних паперів за обумовлену ціну, але він не гарантує, що емітент отримає певну суму грошей.

Якщо андерайтер не має змоги розмістити всю емісію за ціною пропозиції, то залишок цінних паперів вилучається з продажу, переоцінюється, може бути запропонований інвесторам пізніше або повернутий емітенту. Таку форму розміщення андерайтингу використовують переважно для порівняно невеликих емісій (до 2 млн/дол.).

При розміщенні емісії застосовують також метод поєднання підписки з наступним андерайтингом — так званий очікуваний андерайтинг. Це домовленість, згідно з якою андерайтер дає фірмове зобов'язання викупити нерозміщені за підпискою акції емісії. Отже, корпорація страхується від неповного розміщення акцій, звісно, сплачуючи певні комісійні андерайтеру за очікування.

Публічна емісія цінних паперів потребує фінансових витрат, розмір яких залежить від форми розміщення. Компанії повинні враховувати витрати обігу цінних паперів, плануючи обсяги емісій і вибираючи способи їх поширення.

Наведемо основні витрати, пов'язані з продажем акцій:

спред — прямі витрати емітента, тобто різниця між ціною, яку отримує за акції емітент, і ціною, за якою андерайтери продають акції;
інші прямі витрати емітента (не пов'язані з компенсацією за послуги андерайтерів) — витрати на реєстрацію, оплату праці юристів, аудиторів; податкові платежі; публікацію інформації про емісію;

непрямі — витрати керівництва компанії на організацію нової емісії;

заниження цін розміщення — у разі первинного публічного розміщення цінні папери компанії продаються за заниженою порівняно з реальною вартістю ціною. Зарубіжний досвід свідчить, що витрати з розміщення цінних паперів у процентному вираженні до обсягу емісії суттєво знижуються при зростанні останнього. Наприклад, при відносно невеликих емісіях (до 10 млн. дол.) прямі витрати дещо перевищують 10% коштів, отриманих від реалізації акцій, тобто на 10 млн. дол. емісії прямі витрати компанії становитимуть 1 млн. дол. При обсягах емісії 10-20 млн. дол. прямі витрати знижуються до 7%, при 50-100 млн. дол. вони становлять 4 %.

Сумарні витрати на публічні емісії найвищі, якщо компанія використовує андеррайтинг за принципом найкращих умов на ринку; нижчими є сумарні витрати при застосуванні андеррайтингу за принципом фірмового зобов'язання. Найнижчі сумарні витрати спостерігаються при розміщенні за підпискою.

Реалізація корпоративних цінних паперів залежить від їх інвестиційної привабливості, що відображається в рейтингах інвестиційних агентств (наприклад, таких відомих у світі, як "Moody's" та "Standart and Poor's"). Рейтинги важливі як для компаній-емітентів, так і для інвесторів.

У рейтингах цінні папери компаній поділяються на класи якості залежно від ризику несплати — від найвищої до найнижчої. При цьому можуть враховуватися різні показники — платоспроможність, обсяг і структура боргу, стабільність грошових потоків, рентабельність активів компанії-емітента та ін. Постійної формули для розрахунку рейтингів не існує. Рейтинг облігацій є показником ризику невиконання боргового зобов'язання, тому він впливає на процентну ставку облігації і вартість боргового капіталу фірми. Більшість інституційних інвесторів (банки, пенсійні та інвестиційні фонди) купують облігації тільки з певними інвестиційними якостями; у США їм заборонено законом купувати облігації з низьким рейтингом, тобто так звані спекулятивні, або макулатурні. Рейтинги облігацій базуються на аналізі великої кількості якісних і кількісних показників (стабільність збуту і прибутків емітента; ступінь забезпечення облігації заставою; наявність амортизаційного фонду для забезпечення систематичної виплати відсотків; застосування будь-яких антимонопольних дій проти емітента; відсоток збуту і прибуток, який компанія одержує від операцій за кордоном; політичний клімат у країнах здійснення операцій та ін.).

Рейтингові агентства проставляють на облігаціях певні позначки, що показують, до якої категорії вони належать. За позначеннями агентства "Standart and Poor's" найнадійнішими є облігації з позначками "AAA" та "AA", а потім "A" і "BBB". Облігаціями нижчих категорій є "BB", "B", низької якості — "CCC", "CC", спекулятивними (макулатурними) — "DDD", "D". Якщо рейтинг облігацій компанії впаде нижче категорії "BBB", їй буде важко розповсюджувати нові облігації.

Згідно з концепцією Moody's Investors Service, кредитний рейтинг являє собою висновок про майбутню здатність та юридичні зобов'язання емітента здійснити виплати основного боргу та відсотків по цінних паперах, які приносять фіксований дохід, повністю та в визначений термін [14].

Отже, рейтинг цінних паперів є показником надійності повернення вкладених коштів в рамках боргових цінних паперів і інвестиційної якості пайових цінних паперів. Об'єктом рейтингу цінних паперів є як боргові цінні папери (облігації, фінансові векселі, депозитні та ощадні сертифікати тощо), так і пайові (акції). Кредитний рейтинг вимірює ймовірність виконання зобов'язань і дає публічну оцінку виключно кредитному ризику. Об'єктом кредитного рейтингу є цінні папери з фіксованим доходом та фінансові позиції економічних суб'єктів.

Розглянемо рейтинг цінних паперів міжнародних рейтингових агентств та рейтинг цінних паперів, який запропоновано проводити в Україні.

В світовій практиці відомі різні типи рейтингу цінних паперів в залежності від вимог емітента, його статусу, умов емісії тощо. Класифікація рейтингу цінних паперів за різними характеристиками наведена в табл. 2.1.

Перше в світовій історії рейтингове агентство було створене в 1900 році. До 1909 року сформувалася методика складання кредитних рейтингів. Першими цінними паперами, які отримали кредитний рейтинг, стали 250 облігацій залізничних компаній США. До 1914 року рейтингові символи стали стандартними і визнаними оцінками кредитоспроможності.

На початку 20-х років кредитні рейтинги були присвоєні борговим цінним паперам муніципалітетів США. В 1924 році рейтинги Moody's мали майже всі облігації, які оберталися на американському фондовому ринку, включаючи доларові облігації емітентів інших країн. Рейтинги також були присвоєні облігаціям емітентів з Японії,

Китаю, Австралії, Англії, Німеччині, Франції, Канади та Аргентини, що свідчить про вихід рейтингових агентств на міжнародний рівень.

Таблиця 2.1

Класифікація рейтингу цінних паперів [14]

Ознака класифікації	Вид рейтингу
Статус позичальника	• Суверенний рейтинг • Регіональний рейтинг • Муніципальний рейтинг • Корпоративний рейтинг • Рейтинг інвестиційних фондів
Об'єкт оцінки	• Кредитний рейтинг позичальника • Рейтинг цінних паперів з фіксованим доходом, який включає кредитний рейтинг боргових зобов'язань, та рейтинг привілейованих акцій • Рейтинг звичайних акцій • Рейтинг корпоративного управління • Рейтинг кредитної якості портфеля фонду • Рейтинг ринкового ризику фонду
Часовий фактор	• Довгостроковий рейтинг • Короткостроковий рейтинг
Замовник рейтингу	• Санкціонований рейтинг • Несанкціонований рейтинг
Врахування міжнародного контексту	• Міжнародний кредитний рейтинг • Національний кредитний рейтинг

Щодо України, то тут практика рейтингування почала застосовуватися значно пізніше. Концепція створення системи рейтингової оцінки регіонів, галузей національної економіки та суб'єктів господарювання була схвалена розпорядженням Кабінету Міністрів України від 1 квітня 2004 року №208-р.

В Україні рейтинги цінних паперів визначає Асоціація позабіржової фондової торговельної системи (ПФТС). Її рейтинги, по суті, мають вирішальне значення (оскільки відсутні конкуренти — укладачі рейтингів) щодо надання інформації про інвестиційні якості цінних паперів українських емітентів. Поки що рейтинг визначається для обмеженого кола емітентів цінних паперів. Щомісячні рейтинги ПФТС можна переглянути використовуючи сайт ПФТС за електронною адресою: <http://www.pfts.ua/uk/ratings/>.

Міжнародні рейтингові агентства в наш час виставляють рейтинги по широкому спектру цінних паперів, в зв'язку з чим ними застосовуються різноманітні рейтингові позначення та шкали. Деякі з них оригінальні, проте найбільш широко розповсюджена шкала кредитного ризику, введена в обіг агентством Moody's Investors Service, а згодом взята до застосування Standart & Poor's та іншими агентствами.

Співставлення шкал рейтингових оцінок провідних рейтингових агентств світу та українських для довгострокових облігацій приведено в додатках.

Наступна операція з корпоративними цінними паперами — *придбання АТ власних акцій*. Акціонерне товариство може викупати власні акції для їх наступного перепродажу, розповсюдження серед своїх працівників або анулювання. За вітчизняним законодавством ця операція може здійснюватися тільки за рахунок сум, що перевищують статутний фонд; викуплені акції мають бути реалізовані або викупу. Як зазначалося, компанії необхідно мати власні акції в портфелі на той час, коли власники опціонів і варантів, випущених на її акції та облігації, зможуть скористатися наданими правами. Отже, реалізація опціонів і варантів так само призводить до необхідності здійснення операцій з викупу власних акцій.

Час від часу компанії можуть здійснювати такі операції, як подрібнення та консолідація акцій. *Подрібнення акцій* — це збільшення кількості акцій в обігу шляхом заміни однієї акції на кілька, наприклад подрібнення 3:1 означає, що кожна акція замінена на три. Якщо акція має номінальну вартість, то подрібнення супроводжується відповідним зниженням їх номінальної вартості. У розглядуваному прикладі вона зменшиться втричі. Подрібнення акцій можливе тоді, коли надто високі ціни на акції, що незручно для дрібних інвесторів. Подрібнення акцій інколи вигідне для акціонерів, адже ринок не завжди реагує на збільшення кількості акцій компанії в обігу відповідним зниженням ринкової ціни акції. Якщо остання не знизиться втричі, то акціонер, отримавши в три рази більшу кількість акцій, може мати додатковий дохід від продажу акцій. Зазвичай подрібнення акцій не впливає на загальний прибуток компанії і не збільшує її фінансові ресурси, а прибуток, що припадає на кожну акцію в обігу, зменшується.

Процедуру подрібнення акцій компанії застосовують дуже часто. Не так часто компанії здійснюють *консолідацію* (або зворотний - спліт), тобто зменшують кількість акцій в обігу шляхом заміни певної кількості акцій на одну (наприклад, три старі акції на одну нову) з відповідним підвищенням номінальної вартості акції. Однією з причин

цього може бути встановлення біржами обмеження щодо мінімальної ціни однієї акції; зворотний спліт може підняти ціну до цього мінімуму.

Якщо АТ залучає капітал за рахунок довгострокових облігаційних позик, може виникнути потреба в рефінансуванні.

Рефінансування облігацій — це достроковий викуп випущених облігацій із заміною їх на облігації нового випуску з нижчою процентною ставкою. Ця операція може бути вигідною при зниженні ринкових процентних ставок. За право дострокового викупу компанія має платити; пов'язані з можливістю викупу додаткові витрати складаються зі сплати за підвищені купони як компенсації покупцям облігацій за право викупу, а також виплати премії в разі реалізації цього права.

Форми фінансової звітності № 1-4 складають усі підприємства, а не тільки АТ, і лише окремі статті в них призначені для заповнення виключно АТ. Так, у пасиві балансу за статтею "Додатковий вкладений капітал" АТ зазначають суму, на яку вартість реалізації випущених акцій перевищує їх номінальну вартість, а за статтею "Вилучений капітал" — фактичну собівартість акцій власної емісії (ця сума наводиться в дужках і підлягає вирахуванню при визначенні підсумку власного капіталу). Розділ 3 Звіту про фінансові результати (форма № 2) заповнюють ПАТ, прості акції або потенційні прості акції яких відкрито продаються та купуються на фондових біржах, і АТ, що в даний момент випускають такі акції. У цьому розділі наводяться дані про середньозважену кількість простих акцій, що перебувають в обігу протягом звітного періоду; показується середньорічна кількість простих акцій в обігу, скоригована на кількість простих акцій, що можуть бути випущені в обіг згідно з укладеними угодами (опціон, ф'ючерсний контракт тощо); чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію; скоригований чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію; сума дивідендів, що припадає на одну просту акцію (остання розраховується діленням суми оголошених дивідендів на кількість простих акцій, за якими сплачуються дивіденди). Чистий прибуток на акцію (ПНА) — Earnings Per Share (EPS), який використовується для оцінки минулих результатів діяльності ПАТ, відбиває, як ефективно підприємство використовує ресурси, надані власниками простих акцій. У міжнародній практиці, як правило, застосовуються два показники ПНА — базисний і розбавлений. У вітчизняній звітності перший дістав назву "чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію", а другий — "скоригований чистий прибуток, що припадає на одну просту акцію". Чистий прибуток, що

припадає на одну просту акцію, обчислюється як відношення чистого прибутку (або збитку) за звітний період до середньозваженої кількості простих акцій, що перебувають в обігу протягом цього періоду. Чисельник дорівнює чистому прибутку (збитку) звітної періоду мінус дивіденди за привілейованими акціями, знаменник розраховується за формулою середньозваженої.

Розглянемо приклад розрахунку середньозваженої кількості простих акцій в обігу. Вихідні дані наведено в табл. 2.2.

Розрахуємо середньозважену кількість акцій:

$$500 \cdot 5/12 + 1000 \cdot 6/12 + 800 \cdot 1/12 = 775 \text{ акцій,}$$

де 5, 6, 1 — період від дати операції до дати наступної операції, місяців; 12 — звітний рік, місяців.

Обчислюючи ПНА, слід урахувувати зміну кількості простих акцій внаслідок сплати дивідендів простими акціями; випуску документа на право придбання простих акцій, призначених для існуючих акціонерів, за ціною, нижчою від справедливої вартості простих акцій; подрібнення акцій; консолідації акцій. При цьому припускають, що ці обставини виникли на початку звітної періоду. Скоригований ПНА передбачає врахування при його обчисленні наявності у ПАТ потенційних простих акцій.

Таблиця 2.2

Облік кількості простих акцій в обігу

№ п/п	Показник	Кількість простих акцій, шт.
1	Кількість акцій на початок звітної періоду (на 1 січня звітної року)	500
2	Продаж нових акцій за грошові кошти (31 травня звітної року)	500
3	Акції в обігу після випуску нових акцій (п.1 +п.2)	1000
4	Придбання власних акцій за грошові кошти (1 грудня звітної року)	200
5	Кількість акцій в обігу на кінець звітної періоду (на 31 грудня звітної року) (п.3 - п.4)	800

Потенційні прості акції— це цінні папери або контракти, які надають їх власникові право на прості акції в майбутньому. До них належать конвертовані облігації; привілейовані акції, які можуть бути

конвертовані у прості; варанти і опціони на акції; акції, які можуть бути придбані за спеціальними програмами для працівників; контракти, за якими учасники матимуть право на отримання простих акцій залежно від виконання вимог, передбачених цими контрактами.

2.1.3. Показники, що визначають положення корпорації на фондовому ринку

Мета фінансового управління корпорацією — максимальне підвищення вартості акцій. Тому аналіз фінансової звітності має з'ясувати, як змінилася ринкова вартість акції, які чинники сприяли змінам, які фінансові показники найбільшою мірою впливають на вартість акції, які заходи слід передбачити у фінансових планах для підвищення вартості акції. Розглянемо показники, що використовуються для цього у розвинених країнах. Для визначення фінансового становища АТ використовують показники, що характеризують його фінансову залежність, ліквідність, ділову активність (ефективність використання активів), рентабельність. Ці показники придатні для оцінки фінансового становища не тільки АТ, а й підприємств будь-якої організаційно-правової форми. Для ПАТ додатково використовують ще кілька показників, які називають коефіцієнтами ринкової активності.

Під час аналізу фінансової звітності існує вірогідність стикнутися з величезною кількістю розрахункових показників. Тому, як свідчить світовий досвід фінансового управління компаніями, слід використовувати невелику кількість основних коефіцієнтів. Найпоширеніші з них наведено в табл. 2.3, яких достатньо для загальної оцінки фінансового становища.

Для фінансових коефіцієнтів (на відміну від обліку) не існує міжнародних стандартів, тому, вибираючи їх, слід спиратися на власний досвід, здоровий глузд, урахувати вітчизняну специфіку. Не потрібно переважувати аналіз показниками, що несуть одну й ту саму інформацію.

Фінансові коефіцієнти взаємопов'язані. Найважливіші взаємозв'язки описуються рівнянням Дюпона (Du Pont), яке використовують для аналізу можливостей поліпшення функціонування компанії. Рівняння Дюпона показує, що один з найважливіших показників — рентабельність власного капіталу (ROE), залежить від трьох показників — рентабельності реалізації, оборотності активів і коефіцієнта власного капіталу:

$$ROE = \frac{\text{чистий прибуток}}{\text{виручка від реалізації}} \cdot \frac{\text{виручка від реалізації}}{\text{активи}} \cdot \frac{\text{активи}}{\text{власний капітал}} \quad (2.1)$$

Таблиця 2.3

**Основні коефіцієнти та розрахункові формули для оцінки
фінансового становища підприємства**

Коефіцієнт	Розрахункова формула
1	2
1. Коефіцієнти фінансової залежності (довгострокової платоспроможності)	
1.1. Коефіцієнт боргового навантаження (загальної заборгованості)	$\frac{\text{довгострокові} + \text{поточні зобов'язання}}{\text{підсумок балансу (загальні активи)}}$
1.2. Коефіцієнт фінансової незалежності (автономії)	$\frac{\text{власний капітал}}{\text{підсумок балансу (загальні активи)}}$
1.3. Коефіцієнт власного капіталу	$\frac{\text{загальні активи}}{\text{власний капітал}}$
1.4. Коефіцієнт покриття відсотків (фінансових витрат)	$\frac{\text{прибуток до вирахування процентів і податків (ЕВІТ)}}{\text{сума відсотків за борговими зобов'язаннями}}$
2. Коефіцієнти ліквідності (короткострокової платоспроможності)	
2.1. Коефіцієнт власного оборотного капіталу	$\frac{\text{оборотні активи} - \text{поточні зобов'язання}}{\text{підсумок балансу (загальні активи)}}$
2.2. Коефіцієнт покриття (поточної ліквідності)	$\frac{\text{оборотні активи}}{\text{поточні зобов'язання}}$
2.3. Коефіцієнт термінової ліквідності	$\frac{\text{оборотні активи} - \text{запаси}}{\text{поточні зобов'язання}}$
2.4. Коефіцієнт абсолютної ліквідності	$\frac{\text{грошові кошти} + \text{поточні фінансові інвестиції}}{\text{поточні зобов'язання}}$
2.5. Показник захищеного періоду, днів	$\frac{\text{оборотні активи}}{\text{середні щоденні операційні витрати}}$
3. Коефіцієнти ефективності використання активів (оборотності)	
3.1. Оборотність активів	$\frac{\text{виручка від реалізації}}{\text{середня сума активів}}$

Продовж. табл. 2.3

1	2
3.2. Оборотність власного оборотного капіталу	$\frac{\text{виручка від реалізації}}{\text{власний оборотний капітал}}$ (оборотні активи - поточні зобов'язання)
3.3. Оборотність запасів	$\frac{\text{собівартість реалізованої продукції}}{\text{середня сума запасів}}$
3.4. Період реалізації запасів, днів	$\frac{365 \text{ днів}}{\text{оборотність запасів}}$
3.5. Оборотність дебіторської заборгованості	$\frac{\text{виручка від реалізації}}{\text{середня сума дебіторської заборгованості}}$
3.6. Період погашення дебіторської заборгованості, днів	$\frac{365 \text{ днів}}{\text{оборотність дебіторської заборгованості}}$
4. Коефіцієнти рентабельності (прибутковості)	
4.1. Рентабельність реалізації	$\frac{\text{чистий прибуток}}{\text{виручка від реалізації}}$
4.2. Рентабельність активів (сукупного капіталу) (ROA) (Return On Assets)	1) $\frac{\text{чистий прибуток}}{\text{середня сума активів (сукупний капітал)}}$ 2) $\frac{\text{операційний прибуток}}{\text{сукупний капітал}}$
4.3. Рентабельність капіталу, що використується (ROIC) (Return On Invested Capital) за ін. джерелами (ROCA) (Return On Capital Employed)	1) $\frac{\text{операційний капітал}}{\text{власний капітал} + \text{довгостроковий позиковий капітал}}$ 2) $\frac{\text{чистий прибуток}}{\text{власний капітал} + \text{довгострокові зобов'язання}}$
4.4. Рентабельність власного капіталу (ROE) (Return On Equity)	$\frac{\text{чистий прибуток}}{\text{власний капітал}}$

1	2
5. Коефіцієнти ринкової активності	
5.1. Коефіцієнт "ціна — прибуток" (P/E = Price/Earnings Ratio)	$\frac{\text{ринкова ціна акції}}{\text{прибуток на акцію (EPS)}}$
5.2. Коефіцієнт "ринкова балансова вартість" (Market-to-Book Ratio)	$\frac{\text{ринкова ціна акції (курс акції)}}{\text{балансова вартість акції}}$
5.3. Дивідендна дохідність акції (dividend yield)	$\frac{\text{дивіденд на акцію}}{\text{ринкова ціна акції (курс акції)}}$

Тепер докладніше розглянемо показники, що характеризують ставлення інвесторів до корпорації, тобто коефіцієнти ринкової активності. Розраховують їх за даними не тільки фінансової звітності, а й фондового ринку:

$$\text{Коефіцієнт "ціна – прибуток" (Price/EarningsRatio)} = \frac{\text{ринкова ціна акції}}{\text{прибуток на акцію}}. \quad (2.2)$$

Цей коефіцієнт показує, яку суму інвестори готові сплачувати за кожну грошову одиницю прибутку компанії.

$$\text{Дивідендна дохідність (dividend yield) акції} = \frac{\text{дивіденд на одну акцію}}{\text{курс акції (ринкову ціну)}}. \quad (2.3)$$

Велике значення показника дивідендна дохідність акції може свідчити про те, що інвестори очікують низьких темпів підвищення дивідендів або що вони вимагають високої дохідності.

$$\text{Коефіцієнт "ринкова - балансова вартість"} = \frac{\text{курс акції}}{\text{балансова вартість акції}}. \quad (2.4)$$

(Market-to-Book Ratio)

Балансова (книжкова) вартість акції — це частка власного капіталу, що припадає на одну акцію. Цей коефіцієнт показує, наскільки більша вартість компанії порівняно з тим, що вклали в неї акціонери.

$$\text{Коефіцієнт "q Tobina"} = \frac{\text{ринкова вартість активів}}{\text{оціночна відтворювальна вартість}}. \quad (2.5)$$

Коефіцієнт "q Tobina" - це відношення ринкової вартості позичкового та власного капіталу до поточної відтворювальної вартості активів. Показник свою назву дістав від прізвища економіста Дж. Тобіна. Цей коефіцієнт схожий на попередній — "ринкова -

балансова вартість", але між ними існують відмінності. Чисельник коефіцієнта q містить вартість усіх боргових зобов'язань і акцій компанії, а не тільки вартість акцій та нерозподілений прибуток; знаменник — вартість усіх активів, а не тільки вартість власного капіталу. До того ж ці активи обліковуються не за первісною вартістю, як на рахунках бухгалтерського обліку, а за вартістю, за якою вони можуть бути замінені в цей момент. Отже, для розрахунку знаменника необхідно проіндексувати історичну вартість активів з урахуванням інфляції.

Дж. Тобін стверджував, що у компанії з'являється стимул до інвестицій, коли $q > 1$ (тобто довгострокові активи, наприклад устаткування, коштують дорожче, ніж вартість його заміни), і що вони припиняють інвестувати, коли $q < 1$ (тобто вартість устаткування менша від вартості заміни). Якщо $q < 1$, може виявитися дешевше придбати певні активи шляхом злиття компаній, а не купівлі їх за підвищеною ціною.

Американські компанії, активи яких цінуються нижче їх відтворювальної вартості ($q < 1$), повинні враховувати, що така недооцінка може загрожувати поглинанням (поширена у США операція) з метою переведення їх активів в іншу сферу діяльності. Доречно також припустити, що q буде вищим у фірм, які мають сильні конкурентні переваги. Найвищі рівні q були свого часу у компаній з відомими торговельними марками; наприклад "Polaroid" - 6,42, "Xerox" - 5,52, IBM - 4,21, "Coca-Cola" - 4,21 (заданими 70-х років, коли великі компанії США були зобов'язані звітувати про відтворювальну вартість активів за рекомендаціями з обліку впливу інфляції, розробленими Управлінням стандартів фінансового обліку) [11].

$$\text{Коефіцієнт дивідендних виплат} = \frac{\text{дивіденди}}{\text{прибуток на акцію}} \cdot \quad (\text{dividend pay out}) \quad (2.6)$$

Цей коефіцієнт часто встановлюється низький, оскільки менеджери не схильні знижувати дивіденди через зменшення прибутку. Якщо прибуток компанії істотно коливається, менеджери для підстрахування встановлюють низький коефіцієнт дивідендних виплат. Якщо прибуток раптово знижується, коефіцієнт імовірно тимчасово збільшується. Прибуток, що не сплачується у вигляді дивідендів, реінвестується в діяльність компанії.

$$\text{Частка реінвестованого прибутку} = 1 - \text{коефіцієнт дивідендних виплат} = \frac{(\text{чистий прибуток} - \text{дивіденди})}{\text{чистий прибуток}} \quad (2.7)$$

Якщо цей показник помножити на рентабельність власного капіталу, можна помітити, як швидко підвищується вартість інвестицій акціонерів внаслідок реінвестування прибутку.

Зростання власного капіталу внаслідок реінвестування=

$$= \frac{(\text{чистий прибуток} - \text{дивіденди})}{\text{чистий прибуток}} \times \frac{\text{чистий прибуток}}{\text{власний капітал}} \quad (2.8)$$

Наприклад, якщо компанія отримуватиме 17,4% прибутку в розрахунку на балансову вартість власного капіталу і реінвестуватиме 80 % прибутку, то щорічно прибуток і власний капітал зростатимуть на 13,9 % ($0,8 \cdot 0,174 = 0,139$, або 13,9 %). Аналітики називають цей показник стійким темпом зростання.

Основним показником ліквідності акцій є *спред* — відносна різниця між котируваннями на продаж і купівлю у відсотках від ціни купівлі. Акції з найменшим спредом найліквідніші.

Показниками ліквідності акцій є також дохідність інвестицій в акції (приріст курсової вартості за період у відсотках) і рівень ринкової капіталізації (добуток курсу акцій компанії та загальної кількості простих акцій). Рівень ринкової капіталізації характеризує активність емітента з просування своїх акцій на вторинному ринку, а також масштаби ринку корпоративних цінних паперів.

З точки зору ринкової капіталізації, найбільш характерним для оцінки світового позиціонування компаній є рейтинг газети Financial Times. Найбільш відомими рейтингами окрім FT 500, є рейтинг журналу Fortune – 500 компаній за доходами, а також рейтинг журналу The Banker – 1000 світових банків за капіталом та активами. Журнал Forbes в 2004 році вперше опублікував список 2000 найкрупніших компаній світу. На відміну від інших списків, де корпорації ранжируються по одному показнику, Forbes оцінив компанії відразу за чотирма.

Існує два основні підходи до оцінки фінансового становища фірми, її кредитоспроможності, інвестиційної привабливості, прогнозування ймовірності банкрутства.

Перший підхід: На підставі визначення певного набору фінансових показників і оцінки кожного з них зробити остаточний висновок. Але корпорація може мати кілька фінансових коефіцієнтів, що свідчать про ефективну діяльність, а окремі показники можуть бути низькими. У цьому разі визначення місця компанії серед конкурентів ускладнюється.

Другий підхід: Вибрати ключові фінансові коефіцієнти та на їх основі сконструювати інтегральний показник фінансового становища.

Вперше другий підхід застосував У. Бівер у 1966 р. Він порівнював фінансові коефіцієнти 79 збанкрутілих фірм з показниками діяльності 79 конкурентоспроможних компаній. Виявилось, що фірми-банкрути мали такі показники, як і очікувалось — більше боргів, нижчу рентабельність активів і реалізації, менше вільних грошових коштів і більшу дебіторську заборгованість, а отже, нижчий коефіцієнт поточної і набагато нижчий коефіцієнт абсолютної ліквідності, ніж у фірм, які досягли успіху. Дослідник виявив, що за фінансовими коефіцієнтами фірм-банкрутів ще за п'ять років до краху були помітні ознаки несприятливого становища. Це навело на думку, що аналіз фінансових коефіцієнтів можна використати для прогнозування ймовірності банкрутства, та й ще об'єднати розрізнену інформацію, що міститься в окремих показниках, в єдиний показник — індикатор для того, щоб легше було відстежувати ситуацію. Згодом (у 1968р.) за допомогою спеціального статистичного методу — мультидискримінантного аналізу — американський економіст Е. Альтман отримав індекс кредитоспроможності, так звану Z-модель Альтмана (спочатку двофакторну, потім п'яти- та семифакторну).

Коефіцієнт Z, (або індекс кредитоспроможності) Альтмана — це функція від кількох показників, що характеризують фінансове становище АТ. За даними статистичної вибірки Е. Альтман розрахував критичне значення Z, що дорівнювало 2,675. Якщо для конкретного підприємства індекс $Z < 2,675$, можливе банкрутство в недалекому майбутньому (за два-три роки), якщо $Z > 2,675$, фінансове становище підприємства досить стійке.

Зокрема, Фонд державного майна України встановив, що у звіті, який подає представник, уповноважений управляти державними корпоративними правами, розраховується коефіцієнт вірогідності банкрутства [15]. Цей показник є не що інше, як п'ятифакторна Z-модель Альтмана:

$$Z = 1,2 K_{об} + 1,4 K_{ран} + 3,3 K_{ра} + 0,6 K_n + 1,0 K_{\phi}, \quad (2.9)$$

де $K_{об}$ - частка обігових коштів в активах АТ; $K_{ран}$ - рентабельність активів обчислена по нерозподіленому прибутку; $K_{ра}$ - коефіцієнт рентабельності активів; K_n - відношення ринкової вартості акціонерного капіталу до короткострокових зобов'язань; K_{ϕ} - коефіцієнт фондівдачі.

$$K_{об} = \frac{\text{оборотні активи}}{\text{вартість активів}}. \quad (2.10)$$

$$K_{ран} = \frac{\text{нерозподілений прибуток}}{\text{вартість активів}}. \quad (2.11)$$

$$K_{ра} = \frac{\text{прибуток від звичайної діяльності до оподаткування}}{\text{середня вартість активів}}. \quad (2.12)$$

$$K_n = \frac{\text{ціна продажу однієї акції} \times \text{кількість акцій у статутному фонді АТ}}{\text{балансова вартість боргових зобов'язань}}. \quad (2.13)$$

$$K_{\phi} = \frac{\text{виручка від реалізації}}{\text{середня вартість активів}}. \quad (2.14)$$

Застосування підходу Е. Альтмана загалом цілком правомірне. Але Е. Альтман розраховував свою кореляційну модель на основі статистичного аналізу показників американських компаній. Для вітчизняних умов потрібно розраховувати модель виходячи з даних українських підприємств. Приклад побудови двофакторної Z-моделі на основі реальних даних українських металургійних підприємств вже відомий [16].

Аналіз фінансових коефіцієнтів використовують такі основні групи користувачів:

- менеджери компанії;
- аналітики кредитних відділів банків або інших організацій, що надають позики;
- аналітики з цінних паперів, що цікавляться ефективністю діяльності та перспективами компанії.

Найціннішими є показники, подані в історичному аспекті, тобто чим довші динамічні ряди, тим точніші висновки аналітика.

Показники компанії порівнюють як із середніми показниками у відповідній галузі, так і з показниками кількох провідних компаній цієї самої галузі. Такий аналіз називається бенчмаркінгом, а компанії, показники яких є критерієм порівняння — компаніями "бенчмарк"[17].

Бенчмаркінг дає змогу визначити місце компанії серед кращих компаній і відповідно її конкурентоспроможність.

За допомогою аналізу фінансової звітності вдається з'ясувати, чому компанія досягає успіху: по-перше, фінансове стійкі фірми мають інші значення коефіцієнтів, ніж ті, яким загрожує банкрутство, по-друге, фінансові коефіцієнти дають змогу отримати цінну інформацію щодо ринкового ризику компанії, нових випусків корпоративних облігацій, визначення індексів конкурентоспроможності корпорації тощо.

Операційна діяльність багатьох великих корпорацій пов'язана з кількома різними галузями. У таких випадках важко здійснити порівняльний аналіз фінансових коефіцієнтів з якимись середніми показниками або знайти схожі компанії для порівняння. Тому порівняльний аналіз доцільніше застосовувати для невеликих вузькоспеціалізованих компаній, ніж для великих розгалужених АТ.

Щоб визначити коефіцієнт, спочатку слід порівняти значення того чи іншого показника компанії за поточний рік з його значенням за попередні роки. Іншими словами, важливо слідкувати за динамікою фінансових коефіцієнтів, щоб своєчасно помітити негативну тенденцію.

2.1.4. Вартість капіталу корпорації

Критерієм ефективної діяльності корпорації є примноження капіталу, джерелом формування якого є внески акціонерів. Тому основним завданням фінансового управління корпорацією є збільшення вартості акціонерного капіталу. Для досягнення цієї мети необхідно, з одного боку, приймати правильні інвестиційні рішення, тобто визначати, куди спрямувати кошти фондів корпорацій, які активи придбати, а з іншого — правильно обирати джерела фінансування інвестицій, тобто слід прагнути залучити капітал на найвигідніших умовах, а інвестувати його в активи, вартість яких згодом перевищить витрати на їх придбання.

Вартість капіталу — це ціна, яку корпорація має платити за залучення коштів інвесторів і кредиторів як джерел фінансування. Вона визначається процентною ставкою, яку необхідно сплачувати за використання капіталу. З погляду корпорації це мінімальна ставка доходу, яку мають принести інвестиції, щоб можна було розраховуватися з інвесторами і кредиторами.

Кожна грошова одиниця, що використовується як капітал, тобто інвестується в певні активи з метою отримання доходу, має формувати грошовий потік: чим більший очікуваний майбутній грошовий потік, тим цінніше придбаний актив (наприклад, акція). Звідси впливає визначення *вартості активів* як розміру прибутку, на який розраховують інвестори.

Проте вкладення коштів і отримання доходів — операції, що не збігаються в часі. А час впливає на гроші однозначно — вони знецінюються під впливом факторів ризику, невизначеності, інфляції. Тому всі фінансові операції здійснюються під гаслом "гроші сьогодні

дорожчі, ніж завтра", і воно буде тим актуальніше, чим на триваліший термін вкладаються кошти.

В основу оцінки вартості капіталу і рішень з інвестування капіталу покладена концепція зміни вартості грошей у часі. Вона містить комплекс фінансових розрахунків, пов'язаних з нарахуванням простих і складних відсотків, визначенням майбутньої вартості (*Future Value — FV*) інвестицій, теперішньої вартості (*Present Value — PV*) майбутніх грошових потоків, оцінкою звичайних і безстрокових (довічних) анuitетів (однакові за розміром платежі через рівні періоди часу), визначенням чистої теперішньої вартості (*Net Present Value — NPV*) і внутрішньої норми прибутку (*Internal Rate of Return — IRR*) інвестиційних проєктів. У навчальній літературі з фінансового менеджменту докладно розглядається механізм урахування дії фактора часу, тому розглянемо лише основні моменти, необхідні для розуміння методів оцінки активів і джерел капіталу корпорацій.

Для визначення ефективності фінансових операцій застосовують дві відносні величини, що характеризують приріст капіталу початкового внеску або щодо кінцевої суми, — це відносне зростання (процентна ставка) і відносне зниження (дисконт) або облікова ставка.

Процентна ставка

$$r = \frac{FV - PV}{PV} 100\%, \quad (2.15)$$

де FV — кінцева сума, що повертається після завершення операції (майбутня вартість); PV — сума початкового внеску капіталу (теперішня вартість).

Дисконт (облікова ставка)

$$d = \frac{FV - PV}{FV} 100\%. \quad (2.16)$$

При нарахуванні простих відсотків сума, що повертається з відсотками наприкінці операції,

$$FV = PV(1 + Tr), \quad (2.17)$$

де T — тривалість операції, років; r — річна ставка відсотків.

При нарахуванні складних відсотків початковий капітал нарощується разом з відсотками. Тому сума, що повертається в кінці операції, становитиме

$$FV = PV(1 + r)^T, \quad (2.18)$$

де $(1 + r)^T$ — коефіцієнт нарощування.

Якщо потрібно розв'язати обернену задачу, тобто знаючи FV , визначити PV , застосовують процедуру дисконтування:

$$PV = \frac{FV}{(1+r)^T}, \quad (2.19)$$

$1/(1+r)^T$ - коефіцієнт дисконтування (капіталізації доходів); r - річна ставка відсотків, що виконує роль дисконтної ставки.

Коефіцієнти дисконтування застосовують для розрахунку знецінюючого впливу фактора часу на очікувані майбутні грошові потоки (доходи) від інвестицій. Отже, за формулою (2.19) визначають дисконтований грошовий потік, тобто теперішню вартість майбутніх доходів з урахуванням знижки (втрати частини вартості грошей за час T).

Зважаючи на вплив фактора часу, вартість (ціна) активів визначають як теперішню вартість (PV) їх майбутніх грошових потоків.

Чиста теперішня вартість NPV - це різниця між дисконтованою (теперішньою) вартістю майбутніх грошових потоків PV і початковими інвестиціями I за інвестиційним проектом. Якщо $NPV > 0$, то проект можна інвестувати, оскільки буде одержано реальний дохід, якщо $NPV < 0$, то це невигідний варіант, оскільки початкові інвестиції не покриваються дисконтованими майбутніми доходами.

З погляду примноження багатства акціонерів метою менеджерів корпорації має бути пошук і реалізація інвестиційних проектів, що забезпечать сумарно найбільше значення NPV .

Якщо $NPV = 0$, початкові інвестиції відшкодовуються, але прибутку не буде одержано.

Дисконтна ставка, коли $NPV = 0$, називається внутрішньою нормою прибутку (*Internal Rate of Return* — IRR) проекту, тобто цю величину можна вважати максимально можливою ціною, за якого корпорація може залучити капітал на фінансування проекту. Якщо ціна капіталу буде вищою, фірма зазнає збитків від такого інвестування.

Для прийняття рішень щодо інвестицій можна використовувати також показник періоду окупності інвестицій, який показує кількість років, необхідний на відшкодування початкових інвестицій. Щоб урахувати дію фактора часу, тут можна теж використати дисконтування, тобто прогнозовані щорічні грошові потоки дисконтувати за певною ставкою і підсумовувати дисконтовану вартість доти, поки вона не зрівняється із сумою початкових інвестицій. Слід віддавати перевагу проектам з коротшим терміном окупності дисконтованими грошовими потоками.

У фінансових операціях часто застосовують періодичні платежі. Однакові платежі в кінці кожного періоду протягом певної кількості

періодів називають звичайним анuitетом. Якщо платежі здійснюються постійно протягом певизначеної кількості періодів, їх називають безстроковими, або довічними, анuitетами. Прикладом звичайного анuitету можуть бути щорічні виплати фіксованого доходу за процентними облігаціями протягом терміну обігу облігацій, а прикладом довічного - фіксовані дивіденди за привілейованими акціями (адже це безстрокові цінні папери).

Майбутню і теперішню вартості анuitету визначають за формулами відповідно

$$FV_A = \sum_{t=0}^{n-1} (1+r)^t \cdot A, \quad (2.20)$$

$$PV_A = \sum_{t=0}^n \frac{1}{(1+r)^t} \cdot A, \quad (2.21)$$

де A — сума анuitету; n — кількість періодів.

Довічний анuitет обчислюють за формулою:

$$PV_A = \frac{A}{r}. \quad (2.22)$$

Оскільки вартість активів, як зазначалося, спирається на теперішню вартість майбутніх грошових потоків, які може забезпечити актив, то для його оцінки слід визначити, з яких доходів складається грошовий потік того чи іншого активу. З огляду на це застосовують певні підходи до оцінки різних видів цінних паперів. Розглянемо оцінку простих акцій.

Грошові доходи власника простої акції мають дві форми:

- дивіденди у грошовій формі;
- дохід (або збиток) від приросту (зниження) курсу акції.

Зазвичай інвестори сподіваються одержати дохід в обох формах. Тоді норму дохідності (процентна ставка) r , яку інвестор очікує в наступному році, визначають за формулою

$$r = \frac{D_1 + P_1 - PV_a}{PV_a}, \quad (2.23)$$

де D_1 — очікуваний дивіденд на акцію; P_1 — очікувана ціна акції в кінці першого року; PV_a — теперішня вартість акції.

Якщо відома очікувана норма дохідності інших акцій з аналогічним ступенем ризику, а також є прогноз щодо розміру дивідендів і зміни ціни акцій, можна обчислити теперішню вартість акції:

$$PV_a = \frac{D_1 + P_1}{1+r}, \quad (2.24)$$

Акції не мають встановленого терміну обігу, загалом вони вічні. У цьому разі теперішня вартість очікуваної майбутньої ціни наблизитиметься до нуля і може не враховуватися в розрахунку теперішньої вартості.

Розраховують ціну привілейованої акції за формулою (2.22). Наприклад, визначити ціну привілейованої акції, якщо фіксований дивіденд дорівнює 20 грн, дисконтна ставка — 20 %. Ціна акції $(20/0,2) = 100$ грн.

Американський вчений М. Гордон запропонував таку формулу для розрахунку теперішньої вартості акції - *ціна простої акції з постійним темпом зростання дивідендів*:

$$PV_a = \frac{D_0(1+\xi)}{r-\xi}, \quad (2.25)$$

де ξ — постійний темп зростання дивідендів, %.

Якщо $D_0 = 30$ грн., $r = 20$ %, $\xi = 3$ %, то:

$$PV_a = \frac{30(1+0,03)}{0,2-0,03} = 181,76 \text{ грн.}$$

Ця формула корисна, але слід урахувати, по-перше, що вона має сенс тільки тоді, коли очікуваний темп зростання дивідендів $\xi < r$ (дисконтної ставки), по-друге, її не можна використовувати для оцінки акцій компаній, що мають високі поточні темпи зростання. Таке зростання рідко може тривати необмежене довго, а формула (2.25) базується на припущенні, що час необмежений.

Якщо дивіденди зростають нерівномірно, визначення ціни акції ускладнюється, доводиться робити це поетапно, за періодами, коли дивіденди збільшуються відносно рівномірно.

Розглянемо визначення ціни облігації. Грошовий потік облігації, за якою щороку сплачується фіксований дохід (певний відсоток від номінальної вартості), складається з цих щорічних виплат (ануїтету) протягом терміну обігу облігації і виплати її номінальної вартості при погашенні. Тому ціна облігації визначається як теперішня вартість цього грошового потоку:

$$PV_0 = PV_A + PV_N = A \cdot \sum_{t=1}^T \frac{1}{(1+r)^t} \cdot \frac{N}{(1+r)^t} \quad (2.26)$$

де PV_A - теперішня вартість щорічних виплат доходу за облігацією; PV_N - теперішня вартість номінальної вартості облігації; A - фіксований щорічний дохід (ануїтет); T - кількість років обігу облігації; N - номінальна вартість облігації; r - ринкова процентна ставка за борговими зобов'язаннями.

Наприклад, визначити теоретичну ціну облігації, якщо $N = 100$ грн.; щорічний фіксований дохід - 20%; облігація погашається через 4 роки; середня ринкова ставка за борговими зобов'язаннями - 24%.

Розраховуємо:

$$PV_0 = 100 \cdot 0,20 \sum_{t=1}^4 \frac{1}{(1+0,24)^t} \cdot \frac{100}{(1+0,24)^4} =$$
$$= 20 \cdot 2,4043 + 100 \cdot 0,423 = 48,1 + 42,3 = 90,4 \text{ грн.}$$

Нині у країнах з розвиненим фінансовим ринком для визначення ціни фінансових активів найчастіше застосовують теорії, що ґрунтуються на взаємозв'язку між ризиком і дохідністю цінних паперів.

Взаємозв'язок "ризик-дохід" - це друга концепція (після концепції зміни вартості грошей у часі), що лежить в основі сучасної теорії інвестування і корпоративних фінансів.

На відміну від попередніх (традиційних) підходів до інвестування, коли аналізувалася поведінка окремих фінансових активів (акцій, облігацій) і основною характеристикою активу була дохідність, у сучасній теорії основним об'єктом дослідження є "портфель", тобто набір активів (звідси назва "портфельна" теорія). При цьому в оцінці як окремих активів, так і портфелів ураховуються обидва найважливіші фактори — дохідність і ризик.

Зазначимо, що ступінь ризику виражається середньоквадратичним відхиленням очікуваного доходу від очікуваного значення. Визначення рівня ризику потребує знання теорії ймовірностей, розрахунків таких показників, як очікуваний дохід, стандартне відхилення, дисперсія, середньоквадратичне відхилення, коефіцієнт варіації та ін. Визначення ризику і доходу всього інвестиційного портфеля починається з розрахунку стандартних відхилень і очікуваного доходу від окремих активів портфеля.

Спробуємо знизити ризик портфеля, збільшуючи диверсифікацію, тобто додаючи різноманітні цінні папери. Але якщо додавати цінні папери, доходи яких перебувають у додатній кореляції з тими, що вже є в портфелі, ризик не знизиться; слід придбати цінні папери, доходи яких мають іншу амплітуду коливань, ніж ті, що вже є в ньому. Графічно це показано на рис. 2.2. Іншими словами, ризик портфеля можна знизити, якщо скласти його з активів, що перебувають між собою у від'ємній кореляції.

Для відбору таких активів використовують метод коваріації — статистичний метод порівняння напрямків змін двох змінних, у

випадку, що розглядається, двох видів цінних паперів. Метод коваріації застосовують для розрахунку коефіцієнтів кореляції різних активів портфеля і вибору активів, що зводять до мінімуму ризикованість портфеля. Коефіцієнт кореляції може змінюватися від -1,0 до +1,0; значення -1,0 означає, що напрями зміни доходів протилежні, +1,0 — що напрям змін доходів активів однаковий.

Сучасна теорія інвестицій була започаткована появою в 1952 р. статті "Вибір портфеля" майбутнього Нобелівського лауреата (1990 р.) американського вченого Г. Марковиця. У цій статті вперше було запропоновано модель формування оптимального портфеля цінних паперів і наводилися методи побудови таких портфелів за певних умов. У наступні роки Г. Марковиць постійно вдосконалював і розвивав модель. З'явилися наукові праці інших учених, що працюють в цьому ж напрямку. У 1963 р. учень Г. Марковиця У. Шарп запропонував так звану однофакторну модель ринку капіталів, де вперше з'являються широковідомі тепер α ("альфа") і β ("бета") характеристики акцій.

На основі одифакторної моделі У. Шарп розробив спрощений метод вибору оптимального портфеля, який зводив задачу квадратичної оптимізації до лінійної. Завдяки цьому спрощенню методи портфельної оптимізації стали прийнятними для практичного застосування на той час.

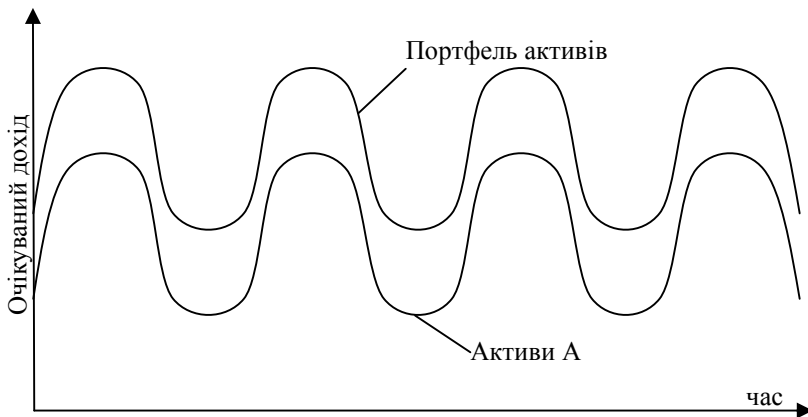
Завдяки розвитку обчислювальної техніки, а також удосконаленню статистичної техніки оцінки показників "альфа" і "бета" окремих цінних паперів та індексу дохідності ринку загалом на початку 70-х років з'явилися перші пакети програм для розв'язування задач управління портфелем цінних паперів.

Нині модель Г. Марковиця використовують переважно на першому етапі формування портфеля активів при розподілі інвестованого капіталу за різними типами активів: акціями, облігаціями, нерухомістю тощо. Однофакторну модель У. Шарпа застосовують її на другому етапі, коли капітал, що інвестується в певний сегмент; ринку активів, розподіляється між окремими конкретними активами (тобто за конкретними акціями облігаціями тощо).

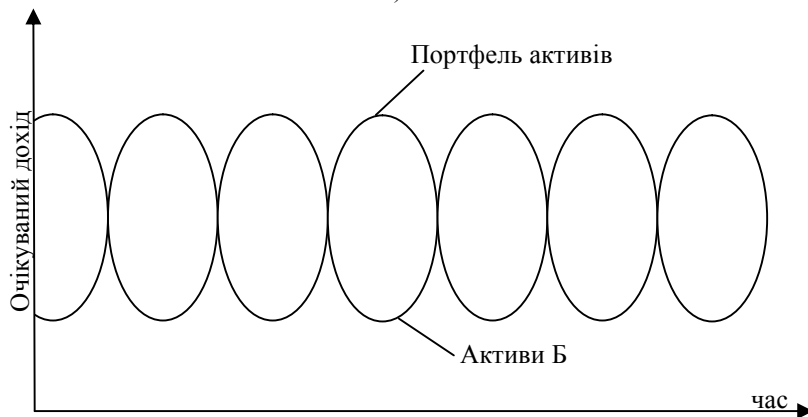
"Портфельну теорію" Г. Марковиця розвинув Дж. Тобін. До речі, він отримав Нобелівську премію у 1981 р., тобто на 9 років раніше, ніж Г. Марковиць та У. Шарп.

Підходи Г. Марковиця і Дж. Тобіна дещо різняться. Перший акцентує увагу на поведінці окремого інвестора, що формує оптимальний, на його погляд, портфель на основі власної оцінки

дохідності та ризику активів, які обираються, тобто його підхід перебуває у сфері мікроекономічного аналізу. Крім того, спочатку модель Г. Марковиця стосувалася переважно портфеля акцій, тобто ризикових активів. Дж.Тобін запропонував включити в аналіз безризикові активи, наприклад державні облігації. Цей підхід, по суті, макроекономічний, оскільки основним об'єктом вивчення в нього є розподіл сукупного капіталу в економіці за двома його формами: готівковою (грошовою) і безготівковою (у вигляді цінних паперів).



а)



б)

Рисунок 2.2.- Коваріація і мінливість : а - додатна кореляція, б - від'ємна кореляція [2]

Перший етап розвитку сучасної теорії інвестицій завершився в середині 60-х років. Далі розпочався етап, пов'язаний з так званою моделлю оцінки капітальних активів, або CAPM (Capital Asset Pricing Model). Головним розробником цієї моделі вважається У. Шарп. Основним результатом CAPM було встановлення співвідношення між дохідністю і ризиком для кожного активу в умовах рівноважного ринку. Ступінь ризику визначається як амплітуда коливань доходів за цінними паперами. Якщо спостерігається неістотне коливання очікуваних доходів певних акцій, то інвестування в них неризиковане, а цінні папери з доходами, що значно відхиляються від очікуваних, ризиковані. При цьому важливо, що, вибираючи оптимальний портфель, інвестор повинен враховувати не весь ризик, пов'язаний з активом (ризик за Г. Марковицем), а тільки його частину (систематичний ризик). Отже, У. Шарп поділив ризик на систематичний (недиверсифікований) і несистематичний (диверсифікований). Систематичний ризик є частиною ризику активу, що тісно пов'язана із загальним ризиком ринку загалом (іноді його називають ринковим ризиком) і кількісно вимірюється коефіцієнтом β . Цю частину ризику інвестор не може усунути, оскільки вона залежить від загального стану економіки, а іншу частину — несистематичний ризик, пов'язаний з окремими активами, інвестор може усунути, вибираючи відповідний (оптимальний) портфель.

Коефіцієнт β , що ввів У. Шарп, який є відношенням систематичного ризику окремого активу до середнього ризику ринку, показує ступінь систематичного ризику. Якщо коефіцієнт акцій компанії $\beta = 1,0$, то це означає, що вони мають такий самий ступінь ризику, як і ринок капіталу загалом; їх курс коливається так само, як і середньоринковий. Такі акції вважаються цінними паперами із середнім ризиком.

Якщо $\beta > 1$, ризик акцій вищий, ніж середньоринковий; їх дохідність коливається більше, ніж дохідність ринку, акції вважаються цінними паперами з високим ризиком.

Наприклад, якщо $\beta = 2$, мінливість цін цінних паперів удвічі більша, ніж середніх цінних паперів з $\beta = 1,0$, вони вдвічі ризикованіші; вартість таких акцій протягом короткого часу може підвищитися або знизитися вдвічі.

Якщо $\beta < 1$, ризик цінних паперів нижчий за ринковий, їх дохідність коливається менше, ніж ринкова; наприклад, при $\beta = 0,5$ мінливість (нестійкість) цін таких акцій удвічі менша, ніж нестійкість ринку, тобто вони мають вдвічі менший ступінь ризику.

Отже, β визначає відносну нестійкість цін певних акцій порівняно з нестійкістю цін фондового ринку загалом, це — коваріація акцій відносно ринку.

Тенденція коливання цін фондового ринку загалом вимірюється біржовими індексами, наприклад індексом Доу-Джонса. Відомі рейтингові агентства у США розраховують і публікують коефіцієнти цінних паперів β тисяч компаній. Коефіцієнт β показує середній додатковий дохід при зміні ринкового індексу на 1 %.

Знаючи коефіцієнт цінних паперів β , можна формувати "портфель" за певним критерієм або доходності, або ризикованості, або збалансованості ризику і доходу. Якщо бажано мати низький ризик, до портфеля цінних паперів слід додавати акції з низьким коефіцієнтом β , навпаки, щоб мати більше доходів, слід додавати акції з високим значенням β .

Поряд з коефіцієнтами β публікують ще один показник, який характеризує ризикованість акцій — коефіцієнт α . Він показує середній рівень зміни ціни акцій конкретної компанії у відсотках за певний період, коли ринок загалом не міняється.

Наприклад, якщо зазначено, що за розрахунками за місяць $\alpha = -0,34$, а $\beta = 1,2$, це означає, що ціни на акції компанії знижувались у середньому на 0,34 % за місяць, коли ринок залишався незмінним, і зростали на 1,2 % при кожній зміні ринкового індексу на 1 %. Припустимо, що в наступному місяці ціни на ринку зросли на 11,5 %. Виходячи з минулих даних щодо α і β розглядуваних акцій можна розрахувати очікувані зміни ціни акцій у цьому місяці.

Очікувані зміни ціни: $-0,34 \% + 1,2 \cdot 11,5 \% = 13,46 \%$.

Згідно з концепцією ризику і доходу вони перебувають у прямо пропорційній залежності: що вищий ризик, то більший дохід.

У моделі CAPM це враховується для оцінки активів з того погляду, що інвестор вимагатиме тим більшу ставку доходу за певними цінними паперами, що більший ризик він пов'язує з ними. Ступенем ризику цінних паперів є коефіцієнт β : що він вищий, то більшою буде премія за ризик, яку очікують отримати інвестори. Звідси за моделлю CAPM необхідну ставку доходу для певного цінного паперу (%) можна визначити так:

$$K_s = R_f + \beta(K_m - R_f), \quad (2.27)$$

де R_f - безпечна ставка (за безпечну ставку беруть ставку доходу за практично безризикованими цінними паперами; у зарубіжній практиці це державні цінні папери, наприклад скарбничі векселі,

державні облигації); $\beta(K_m - R_f)$ - премія за ризик для даного активу; K_m - середня дохідність ринку.

Рівняння оцінки активів CAPM (2.27) відображене на рис. 2.3 лінією, яку називають лінією ринку капіталу (*SML*). Вона показує очікуваний дохід, який ринок встановлює для цінних паперів при певному значенні β . Наприклад, якщо цінний папір має $\beta = 1,0$, тобто такий самий ступінь ризику, як і ринок, то цей папір має такий самий сподіваний дохід, як і ринковий портфель.

Щоб пояснити, чому цінні папери мають оцінюватися так, щоб комбінація β -дохід розміщувалася на лінії, розглянемо ситуацію з цінними паперами А, що міститься нижче від лінії *SML*, і В, що зміститься вище лінії *SML*; припустимо, що А і В мають $\beta = 0,5$. Тоді цінні папери А і В повинні мати ставку доходу K_s . Якщо папір А матиме нижчу ставку доходу (як на рис. 2.3), інвестори почнуть продавати їх доти, поки теперішня їх ціна не впаде, а очікуваний дохід не збільшиться до величини, що розміщена на *SML*. Якщо б існував цінний папір В, що має $\beta = 0,5$, а очікуваний дохід розміщувався над лінією *SML*, усі інвестори хотіли б придбати їх; ціна їх зростала б доти, поки сподіваний дохід не знизився до величини, що лежить на лінії *SML*.

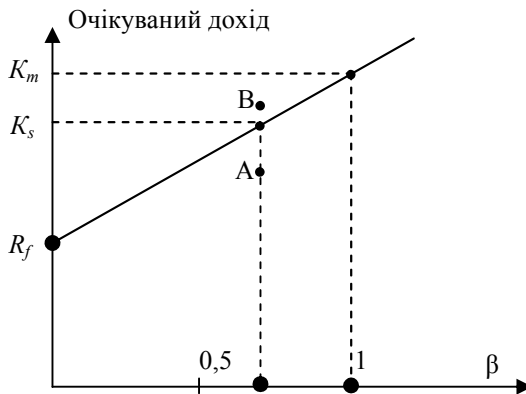


Рисунок 2.3. - Лінія ринку капіталу *SML* [2]

Використовуючи необхідну ставку доходу K_s як дисконтну, можна визначити теперішню вартість простих акцій з урахуванням ризику.

Розглянемо застосування CAPM для оцінки акцій.

Наприклад, коефіцієнт акцій компаній $\beta = 1,5$. Середня дохідність ринку акцій за індексом Доу-Джонса - 12 %. Дохідність

державних облігацій - 9 %. Щорічний приріст дивідендів - 2 %. У наступному році очікується дивіденд 4 дол. на акцію. Визначити теперішню ціну акції.

Розв'язання: Обчислимо необхідну ставку доходу за формулою (2.27):

$$K_s = 0,09 + 1,5(0,12 - 0,09) = 0,135, \text{ або } 13,5\%.$$

За формулою (2.25) визначаємо ціну простої акції:

$$PV_a = \frac{4(1 + 0,02)}{0,135 - 0,03} = 35 \text{ дол.}$$

Важливою якістю моделі CAPM є її лінійність відносно ступеня ризику. Це дає можливість визначити коефіцієнт β портфеля інвестицій як середньозважену коефіцієнтів β фінансових активів, що входять у портфель:

$$\beta_n = \sum_{i=1}^n \beta_i d_i, \quad (2.28)$$

де n - кількість фінансових активів у портфелі; β_i - значення β i -го активу; d_i - питома вага i -го активу в портфелі.

Наприклад, портфель містить такі цінні папери:

- 1) 10 % акцій компанії A з $\beta = 1$;
- 2) 20 % акцій компанії B з $\beta = 0,8$;
- 3) 30 % акцій компанії C з $\beta = 1,2$;
- 4) 40 % акцій компанії D з $\beta = 1,5$.

Розв'язання: Розрахуємо коефіцієнт β цього портфеля:

$$\beta_n = 0,1 \cdot 1 + 0,2 \cdot 0,8 + 0,3 \cdot 1,2 + 0,4 \cdot 1,5 = 1,22.$$

У 1976 р. С. Росс запропонував альтернативну модель оцінки капітальних активів, що дістала назву арбітражної, або АРМ (Arbitrage Pricing Model). Арбітраж – операція, пов'язана з купівлею активів на дешевому ринку і продажем його на більш дорогому.

Вона базується на припущеній, що співвідношення між очікуваною доходністю і ризиком має бути таке, щоб жодний індивідуальний інвестор не міг одержати необмежений дохід від суто арбітражної операції.

На противагу моделі CAPM, в якій розглядається одне джерело систематичного ризику - ринковий дохід, у теорії АРМ використовують кілька джерел систематичного ризику в економіці, які неможливо усунути диверсифікацією. Ці джерела зумовлені різними факторами (рівень інфляції, сукупний обсяг виробництва, зміна цін на нафту, довго- та короткострокові проценти та ін.).

Згідно з АРМ цінні папери з однаковою чутливістю до факторів поведуть себе однаково, за винятком позафакторного ризику. Тому такі

папери матимуть однакову очікувану дохідність, у протилежному разі існувала б можливість одержання арбітражного прибутку. Але як тільки така можливість виникає, діяльність інвесторів призводить до її зникнення. Формалізована модель АРМ має вигляд

$$K_s = R_f + \beta_1(K_{m1} - R_f) + \dots + \beta_n(K_{mn} - R_f) + e_s \quad (2.29)$$

де K_s — необхідна ставка доходу певного цінного паперу; R_f — безпечна ставка; $\beta_1 \dots, \beta_n$ — коефіцієнт, що описує чутливість доходу цього цінного паперу до n -го фактора; $K_{m1} \dots, K_{mn}$ — дохідність акції з одиничною чутливістю до n -го економічного фактора; e_s — випадковий компонент ризику, притаманний цьому активу; $\beta_n(K_{mn} - R_f)$ — премія за ризик.

Модель АРМ доцільно застосовувати, якщо можливо:

- визначити прийнятне короткий перелік макроекономічних факторів;

- оцінити премії за очікуваний ризик за кожним із цих факторів;
- з'ясувати чутливість цінного паперу до цих факторів.

Модель АРМ, яка містить множину факторів, дає змогу точніше оцінити очікувану дохідність капіталу і найвагоміші ризики, які впливають на його вартість, ніж модель CAPM, що є однофакторною.

Крім розглянутих теорій, існує і інвестиційна теорія - теорія ефективного ринку. У теорії вирішується проблема, чи досить повно ринкові ціни відображають "істинну вартість" фінансових активів. Якщо ні, то інвестор, який помітить, що на ринку систематично недооцінюється або переоцінюється той чи інший актив, був би здатний отримувати дохід досить довго і практично без ризику. Згідно з концепцією ефективного ринку це неможливо, оскільки ринкові ціни загалом відбивають практично всю доступну інвесторам інформацію. У такому разі коливання ринкових цін мають бути випадковими і жодний інвестор не в змозі передбачити майбутні ціни ринку. Модель "випадкового блукання" ринкових цін активів стимулювала застосування динамічних теоретико-ймовірнісних моделей, що ґрунтуються на теорії випадкових процесів. Зокрема, у 1973 р. М. Шоулс і Ф. Блек запропонували модель опціонів (модель Блека-Шоулса) для отримання ймовірнісної оцінки вартості опціону.

Капітал корпорації формується з внутрішніх і зовнішніх грошових фондів.

Внутрішні фонди створюються за рахунок грошових потоків від операційної діяльності, а також продажу частини активів. Чистий грошовий потік (*net cash flow*) дорівнює сумі чистого прибутку і амортизації. Частина цих грошей (за вирахуванням сплачених

грошима дивідендів) є джерелом інвестицій в необоротні та оборотні активи. *Зовнішні грошові фонди* залучаються шляхом емісії нових акцій (збільшення власного капіталу), а також у вигляді різних форм позик (емісія облігацій, кредити банків). Основна роль у фінансовому розвитку корпорації належить внутрішнім джерелам. Проте зміцнення фінансового становища корпорації, підвищення її можливостей щодо самофінансування розширює також можливості фінансування за рахунок зовнішніх грошових фондів. Порівняно з невеликими і середніми корпораціями, які мають обмежені можливості щодо додаткового зовнішнього фінансування, великі є активними учасниками первинного фінансового ринку, па якому отримують додатковий власний і позиковий капітал.

У вкладанні капіталу в корпоративні цінні папери беруть участь дві сторони: інвестор і емітент. Інвестор розраховує необхідну ставку прибутку, який має принести вкладений капітал, і відповідно скільки варто заплатити за певний цінний папір, тобто яка розрахункова (теоретична) вартість (ціна) цього паперу PV . У конкретний час внутрішні ціни (за моделями CAPM та APМ) можуть відрізнятися від реальних ринкових цін. У цей час інвестор і виявляє "недооцінені" акції (ринкова їх ціна нижча за розрахункову), які необхідно купувати, і "переоцінені" акції (ринкова ціна яких вища за розрахункову), які потрібно продавати.

Приклад: Акції з $\beta = 1,2$ продаються за 50 дол. кожна. Поточний дивіденд становить 2,5 дол. Компанія-емітент розвивається стабільно і передбачається, що через рік акція коштуватиме 54 дол. Безпечна ставка 7 %, середня ринкова ставка $K_m = 14$ %. Яка очікувана необхідна ставка доходу за цими акціями? Чи варто їх купувати?

Розв'язання. Розраховуємо очікувану ставку доходу за формулою (2.23):

$$r = \frac{2,5 + 54 + 50}{50} = 0,13, \text{ або } 13 \%$$

Необхідну ставку доходу визначаємо за формулою (2.27):

$$K_5 = 0,07 + 1,2(0,14 - 0,07) = 0,154, \text{ або } 15,4\%.$$

Отже, необхідна ставка перевищує очікувану, тобто акція переоцінена, за 50 дол. її купувати не варто.

Зауважимо, що прибуток, на який розраховує інвестор-власник акції (облігації), тобто вартість певного активу, є вартістю цінного паперу (вартістю капіталу, залученого за його допомогою) для емітента.

Важливим для компанії є поняття середньозваженої вартості капіталу (Weighted Average Cost of Capital — WACC). Це вартість

капіталу фірми загалом, що визначає загальну необхідну норму прибутку фірми. Оскільки корпорації зазвичай залучають капітал у різних формах, що мають різну вартість, середньозважена вартість розраховується за формулою:

$$WACC = d_a K_a + d_{np.a} K_{np.a} + d_\delta K_\delta (1 - T), \quad (2.30)$$

де d_a , $d_{np.a}$, d_δ - питома вага відповідно акціонерного капіталу, привілейованих акцій і боргових зобов'язань у загальній сумі капіталу; K_a , $K_{np.a}$, K_δ - вартість відповідно акціонерного капіталу, привілейованих акцій та боргових зобов'язань.

Вартість акціонерного капіталу, який складається з простих акцій та нерозподіленого прибутку, залежатиме від того, чи буде компанія здійснювати додаткову емісію акцій.

Для невеликих компаній додатковий випуск цінних паперів може бути надто дорогим джерелом фінансування і це, звичайно, слід ураховувати при плануванні структури капіталу.

Для розрахунку питомої ваги кожного виду капіталу можна скористатися балансовою (книжковою) вартістю, тобто даними пасиву балансу, але для більш точного розрахунку за базу слід брати ринкову вартість акцій та облігацій.

Показник WACC найчастіше застосовують як дисконтну ставку у процесі оцінки доцільності реалізації інвестиційних проектів (при складанні бюджету капіталовкладень). За даними американських досліджень, 93 % компаній розраховують і використовують WACC для оцінки доцільності капіталовкладень [17].

Складаючи бюджет капіталовкладень, використовують також показник *граничної вартості капіталу* (ГВК). Це середньозважена вартість кожної грошової одиниці додаткового нового капіталу, який отримує фірма. Гранична вартість капіталу може зростати в разі необхідності залучення певної суми додаткового фінансування за рахунок зовнішніх джерел.

Приклад: Компанія має структуру капіталу, що складається із 40% довгострокового боргу, 2% привілейованих акцій та 58% акціонерного капіталу (нерозподілений прибуток плюс прості акції) і продовжує утримувати таке співвідношення, тобто $d_a = 0,58$; $d_{np.a} = 0,02$; $d_\delta = 0,40$; $K_a = 13,2\%$; $K_{np.a} = 10,5\%$; $K_\delta = 10\%$. Податок на прибуток становив 30 %.

Розв'язання. Визначимо середньозважену вартість капіталу:

$$WACC = 0,58 \cdot 13,2\% + 0,02 \cdot 10,5\% + 0,4 \cdot 10\% \cdot (1 - 0,3) = 7,66\% + 0,21\% + 2,8\% = 10,67\%.$$

Якщо компанія не змінює структуру капіталу, то кожна нова грошова одиниця, що залучена як джерело фінансування, складатиметься з 58 коп. акціонерного капіталу, 2 коп. привілейованих акцій та 40 коп. боргу, а отже, кожна нова (гранична) 1 грн. капіталу матиме середньозважену вартість 10,78 %.

Розглянемо різні види вартості активів, майна, бізнесу загалом, які можуть бути визначені у процесі оцінювання і використовуються відповідно до потреби.

Ринкова вартість — найвірогідніша ціна, за яку об'єкт може бути проданий на відкритому конкурентному ринку; вона може визначатися для будь-якого виду активів окремо і для бізнесу загалом. Стосовно цінних паперів ринкова вартість називається курсом цінних паперів.

Номінальною є встановлена *вартість*, зазначена на цінному папері або сертифікаті цінних паперів.

Емісійною називається *вартість*, за якого здійснюється первинне розміщення цінних паперів (якщо вони розміщуються за ціною вище номінальної вартості або якщо акції не мають номінальної вартості).

Книжкова (балансова) вартість — це вартість активів корпорації, відображена в її бухгалтерському балансі. Визначається книжкова вартість:

- власного капіталу, яка дорівнює сумі першого розділу пасиву балансу (або сумі чистих активів компанії);
- акції, яка дорівнює результату від ділення книжкової вартості власного капіталу на кількість акцій корпорації, що перебувають в обігу.

Ліквідаційною називається *вартість*, за якою об'єкт оцінки може бути реалізований на відкритому ринку в обумовлений термін. Визначається для активів, утримання яких призводить до заподіяння АТ збитків, або для активів, які потрібно реалізувати для виплати боргів кредиторам. У разі визнання АТ банкрутом може бути розрахована так звана ліквідаційна вартість акції — сума активів, що залишилися для розподілу між акціонерами після розрахунків з кредиторами, поділена на кількість акцій, що перебувають в обігу.

Відновною є *вартість* відтворення об'єкта в ринкових умовах на дату оцінки, який за ознаками може бути адекватною функціональною заміною об'єкта оцінки (без урахування зносу). Визначається для майнових активів, що належать до основних засобів.

Дійсна вартість — це відновна вартість за вирахуванням зносу.

Утилізаційною називають *вартість* матеріальних активів, які підлягають утилізації та досягли граничного стану внаслідок повного

зносу або надзвичайної події і втратили свою первісну корисність або не мають ринку збуту.

Внутрішня (теоретична або розрахункова) вартість — це теперішня вартість майбутніх грошових потоків. Визначається методом капіталізації очікуваних доходів від цінних паперів, інших активів, фірми загалом.

Розрахункова вартість з урахуванням ризику — це теперішня вартість майбутніх грошових потоків від цінних паперів, що розрахована із застосуванням ставки капіталізації у вигляді необхідної ставки доходу, визначеної за моделями CAPM або APM.

Здебільшого фірми застосовують підхід, який базується на визначенні теперішньої вартості майбутніх грошових потоків об'єкта оцінки, або так званий метод дохідності.

Для оцінки вартості компанії за методом дохідності виконують такі процедури:

- аналізують фінансово-господарську діяльність компанії за попередні роки;

- прогнозують її грошові потоки;

- вибирають дисконтну ставку (коефіцієнт капіталізації);

- дисконтують прогнозовані грошові потоки за вибраною ставкою; у результаті отримують вартість акціонерного капіталу.

Якщо фірма може функціонувати невизначений термін, то її вартість обчислюють за формулою теперішньої вартості довічної ренти; як дисконтну ставку беруть WACC. Отже, для оцінки вартості діючої фірми іноді можна застосовувати спрощений варіант, а саме: спрогнозувати середньорічний грошовий потік (чистий прибуток + амортизація) і визначити середньозважену вартість капіталу (WACC).

Наприклад, фірму можна продати за 60 млн. грн. або реконструювати. Після реконструкції прогнозується середньорічний грошовий потік 6,5 млн. грн., WACC = 12 %.

Теоретичну вартість фірми визначаємо за формулою (2.17):

$$PV = \frac{6,5}{0,12} = 54,2 \text{ млн. грн.}$$

Оскільки $54,2 < 60$, то фірму краще продати.

2.1.5. Структура капіталу

Теорія корпоративних фінансів виділяє дві основні форми фінансування корпорації: використання власних коштів акціонерів (власний капітал) і запозичення (випуск боргових зобов'язань). Відповідно до традиційних поглядів борг є дешевшим від власних

коштів через фактор оподаткування прибутку і більшу ризикованість інвестицій в акції. Однак збільшення боргу у відсотках до власного капіталу підвищує ризик фінансової чи платіжної неспроможності, призводить до збільшення витрат запозичення. Традиційна теорія корпоративних фінансів припускає існування оптимальної структури капіталу.

Згідно з цією теорією вартість акцій корпорації – це сумарна дисконтована вартість забезпечуваних цими акціями доходів чи дивідендів. Збільшення розміру дивідендів збільшує вартість корпорації

Паралельно з розвитком "портфельних теорій" Г. Марковиця, У. Шарпа і Дж. Тобіна у США розвивалися також інші розділи науки про корпоративні фінанси та управління ними. Зокрема, вони стосувалися аналізу структури капіталу компаній, планування капітальних витрат, оцінки вартості фірми. Ці проблеми в 50-60-х роках XX ст. висвітлювалися у працях Ф. Модільяні та М. Міллера, які вже стали класичними. Обидва вчені були відзначені Нобелівською премією з економіки (Ф. Модільяні в 1985 р., М. Міллер у 1990 р.). В основу своєї теорії (що дістала в літературі назву теорії ММ) вони поклали твердження, що структура капіталу не впливає на його вартість.

Основні постулати теорії зводяться до того, що:

а) існує безризикова ставка відсотка, за якою фірми й інвестори можуть позичати й інвестувати кошти;

б) ринки капіталів абсолютно конкурентні, відсутні операційні витрати, всі інвестори мають однаковий і повний доступ до інформації про ризик і прибутковість інвестицій;

в) не існує витрат, пов'язаних з банкрутством, під якими розуміють втрату частини активів фірми;

г) відсутні податки;

д) фірми можуть бути класифіковані за ступенем ризику і розмірами та ймовірністю доходів. Вартість компанії можна розрахувати як суму вартості боргу і власного капіталу:

$$V = S + D, \quad (2.31)$$

де V - вартість компанії; D - сума вартості боргу; S - вартість власного капіталу.

Вартість фірми визначається очікуваною ліквідаційною вартістю її активів і величиною ризику, тобто ступенем впевненості у правильності оцінки ліквідаційної вартості, що виражається коефіцієнтом дисконтування.

Вартість капіталу фірми - це дисконтована вартість чистих грошових потоків (прибутку), які він генерує. Якщо вартість V із зміною структури капіталу D/S не змінюється, незмінними мають бути і витрати капіталу. Витрати капіталу в теорії Модільяні-Міллера визначаються як:

$$R_c = (S/V)R_s + (D/V)R_d \quad (2.32)$$

де R_c - середньозважені загальні витрати капіталу; R_s - прибуток, який виплачується власникам у розрахунку на одиницю вартості капіталу; R_d - прибуток, який виплачується кредиторам у розрахунку на одиницю вартості боргу.

Отже, на їхню думку, ринкова вартість корпорації визначається виключно її чистим грошовим потоком, який, у свою чергу, залежить від інвестицій. Виходячи з цього ринкова вартість корпорації не залежить від структури капіталу (співвідношення між позиковим і власним капіталом), а визначається шляхом капіталізації очікуваних грошових потоків з урахуванням ризику.

Отже, ринкова вартість не зміниться, якщо корпорація профінансує додаткову потребу в капіталі на 100 % за рахунок боргу, або навпаки, на 100 % акціонерним капіталом. Оскільки корпорації сплачують податок на прибуток, то ситуація змінюється, тобто теоретично оптимальний варіант — 100 % фінансування за рахунок боргу.

На початку 60-х років з'явилася інша теорія - Г. Дональдсона (Гарвардський університет), яка дістала назву субординації джерел (pecking order). Положення цієї теорії визначали послідовність, якої мають дотримуватися менеджери корпорацій, приймаючи рішення про фінансування. По-перше, слід використовувати внутрішні джерела (нерозподілений прибуток та амортизацію). По-друге, визначаючи розмір дивідендів, потрібно виходити з необхідності інвестицій для забезпечення певних майбутніх грошових потоків. За звичайних умов частка нерозподіленого прибутку має бути такою, щоб разом з амортизацією забезпечувати фінансування інвестицій. По-третє, дивідендам має бути властива певна стабільність, особливо в короткостроковому періоді, їх не можна значно знижувати або підвищувати. Тому компанія залежно від реальних грошових потоків та інвестиційних потреб у конкретному році для підтримки стабільних дивідендів використовує внутрішні резервні фонди або поповнює їх. По-четверте, якщо постає потреба в залученні зовнішніх джерел, то це слід робити в такій послідовності: банківські кредити, випуск конвертованих облігацій і в останню чергу — випуск нових акцій.

На основі порівняння теорій ММ і Г. Дональдсона розвивається так звана теорія асиметричної інформації С. Майєрса [11]. Вона ґрунтується на тому, що менеджери корпорації мають повнішу інформацію, ніж інвестори.

Плече фінансового важеля — це співвідношення між капіталом фірми позиковим (ПК) і власним (ВК).

Ефект фінансового важеля (ЕФВ) — це приріст рентабельності власного капіталу порівняно із загальною рентабельністю капіталу фірми, що виникає завдяки використанню позик. Визначають ЕФВ так:

$$ЕФВ = \frac{ПК}{ВК} (P_a - r_n), \quad (2.33)$$

де P_a — рентабельність активів (відношення прибутку фірми до суми активів), %; r_n — процентна ставка за користування позикою, %.

Ефект фінансового важеля показує, на скільки відсотків рентабельність власного (акціонерного) капіталу перевищує рентабельність усього капіталу фірми.

У цьому разі для розрахунку рентабельності активів береться прибуток до сплати відсотків за позики і податку на прибуток, тобто ЕВІТ. Щоб з'ясувати, наскільки рентабельність власного (акціонерного) капіталу перевищує рентабельність всього капіталу за чистим прибутком, у формулу (2.31) слід додати множник $(1 - P_{np})$, щоб урахувати податок на прибуток. Що більший податок на прибуток, то менший приріст рентабельності власного капіталу за чистим прибутком. Якщо ставка податку становить 30 %, то $P_{np} = 0,3$.

Перевага фінансового важеля полягає в можливості використовувати капітал, який узято в борг під фіксований відсоток, для інвестицій, що приносять вищий прибуток, ніж сплачені відсотки. Різниця означатиме приріст прибутку акціонерів, які володіють простими акціями. Цей приріст буде тим більший, що довше плече важеля, тобто більше співвідношення позиковий капітал : власний капітал і більша різниця між рентабельністю всього інвестованого капіталу і ставкою позичкового процента. Тому компанія може підвищувати борг доти, поки кредитори здатні давати позики, і в такий спосіб збільшувати дохід на одну просту акцію (EPS). Однак фінансовий важіль може мати і зворотний ефект, який одразу ж виявиться, якщо прибуток компанії нижчий від вартості позикового капіталу. Тоді сплачені проценти за кредит зведуть нанівець прибуток акціонерів.

Розглянемо, як проявляється ЕФВ при різних показниках рентабельності активів фірми, плеча фінансового важеля і однаковій процентній ставці за користування позикою.

Приклад, розрахунок ЕФВ.

1. Рентабельність активів - 20 %; процентна ставка за кредит - 10%.

а. Якщо частка боргу - 25 %, то рентабельність власного капіталу

$$P_{\text{ек}} = 20\% + \frac{25}{75}(20\% - 10\%) = 23,33\%; \text{ ЕФВ} = 3,33\%;$$

б. Якщо частка боргу - 50 %, то

$$P_{\text{ек}} = 20\% + \frac{50}{50}(20\% - 10\%) = 30\%; \text{ ЕФВ} = 10\%;$$

в. Якщо частка боргу - 75 %, то

$$P_{\text{ек}} = 20\% + \frac{75}{25}(20\% - 10\%) = 50\%; \text{ ЕФВ} = 30\%.$$

2. Рентабельність активів - 12 %, процентна ставка за кредит - 10%.

а. Якщо частка боргу - 25 %, то

$$P_{\text{ек}} = 12\% + \frac{25}{75}(12\% - 10\%) = 12,67\%; \text{ ЕФВ} = 0,67\%;$$

б. Якщо частка боргу - 50 %, то

$$P_{\text{ек}} = 12\% + \frac{50}{50}(12\% - 10\%) = 14,0\%; \text{ ЕФВ} = 2,0\%;$$

в. Якщо частка боргу - 75 %, то

$$P_{\text{ек}} = 12\% + \frac{75}{25}(12\% - 10\%) = 18\%; \text{ ЕФВ} = 6\%.$$

3. Рентабельність активів - 8 %, процентна ставка за кредит - 10%.

а. Якщо частка боргу - 25 %, то

$$P_{\text{ек}} = 8\% + \frac{25}{75}(8\% - 10\%) = 7,33\%; \text{ ЕФВ} = -0,67\%;$$

б. Якщо частка боргу — 50 %, то

$$P_{\text{ек}} = 8\% + \frac{50}{50}(8\% - 10\%) = 6\%; \text{ ЕФВ} = -2\%;$$

в. Якщо частка боргу — 75 %, то

$$P_{\text{ек}} = 8\% + \frac{75}{25}(8\% - 10\%) = 2\%; \text{ ЕФВ} = -6\%.$$

ЕФВ проявляється яскравіше, якщо різниця між рентабельністю капіталу та процентною ставкою за кредит більша (крива 1 рис. 2.4). Якщо різниця зменшується, то й ефект менший (крива 2). При

подальшому зменшенні (від'ємній) різниці спостерігається негативний ефект (крива 3).

Плече фінансового важеля показує фінансовий ризик, пов'язаний зі структурою капіталу, отже, при недостатньо високій рентабельності капіталу фірма, що має більшу частку позикового капіталу, швидше втрачає платоспроможність, оскільки виникає від'ємний ЕФВ. У цьому разі підвищується ризик несплати відсотків і повернення боргу для кредиторів. Зарубіжний досвід свідчить, що для промислових компаній верхня межа частки позикового капіталу у структурі капіталу потенційного позичальника становить 50 %, для підприємств комунальних послуг — 60 %, а торговельні фірми з високоліквідними активами можуть мати ще більшу частку боргу.

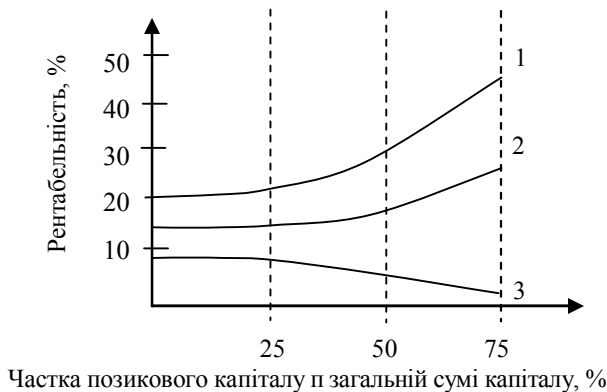


Рисунок 2.4.- Зміна рентабельності власного капіталу корпорації внаслідок ефекту фінансового важеля [2]

Дохід на одну просту акцію (EPS) - найважливіший показник, який намагаються підвищити менеджери корпорації. Це кінцевий фінансовий показник, що формується під впливом різних факторів, у тому числі під дією фінансового важеля. Для розрахунку цього впливу застосовують *рівень фінансового важеля* (або силу впливу фінансового важеля на EPS). Це процентне змінювання прибутку на акцію (EPS) пов'язане з процентним змінюванням прибутку до вирахування відсотків і податку на прибуток (EBIT), тобто він пов'язує зміни EPS зі зміною EBIT:

$$\text{рівень фінансового важеля} = \frac{\text{зміна EPS, \%}}{\text{зміна EBIT}} = \frac{\text{EBIT}}{\text{EBIT} - I}, \quad (2.34)$$

де I – сума відсотків позики.

Рівень фінансового важеля показує, на скільки відсотків зростає EPS при підвищенні EBIT на 1 % при певному значенні плеча фінансового важеля.

Фінансовий важіль додає фінансовий ризик до підприємницького, пов'язаного з діяльністю компанії. Підприємницький ризик означає невизначеність стосовно одержання загального прибутку — EBIT (до сплати відсотків і податків) від основної діяльності. Він зумовлений багатьма факторами, основні з яких — зміна попиту на продукцію корпорації, зміна цін на вироблену продукцію, а також на сировину, матеріали, підвищення інших витрат на виробництво і збут тощо. Суттєвою складовою підприємницького ризику є так званий операційний ризик, який вимірюється рівнем операційного важеля і залежить від суми умовно-постійних витрат фірми. До них належать амортизаційні відрахування, сума відсотків за позикові кошти, орендна плата, адміністративно-управлінські витрати, погодинна заробітна плата, витрати на рекламу та ін.

Фінансовий та операційний ризики тісно пов'язані між собою, оскільки витрати з обслуговування боргу (сплата відсотків за позики) належать до умовно-постійних, а отже, при збільшенні частки позикового капіталу (плеча фінансового важеля) дещо підвищується й рівень операційного важеля. Дія операційного важеля виявляється в тому, що будь-яка зміна виручки від реалізації тягне за собою більш значну зміну прибутку.

Якщо виручка вища за порогову, це забезпечує фірмі певний прибуток, а виручка нижча за порогову призводить до збитків. Що більші умовно-постійні витрати, то вищий поріг рентабельності і більші зміни прибутку викликає кожний відсоток зміни виручки від реалізації, то вищий операційний ризик, пов'язаний із цією фірмою, і, отже, вищий рівень операційного важеля.

Рівень операційного важеля ($P_{ов}$), або сила впливу операційного важеля показує, на скільки відсотків змінюється прибуток (EBIT) при зміні виручки на 1 %. Розраховують цей рівень за формулою:

$$P_{ов} = \frac{\text{валова маржа}}{\text{прибуток (EBIT)}} \quad (2.35)$$

Валова маржа - це різниця між виручкою і змінними витратами; прибуток у цій формулі визначається як сума прибутку до сплати податку на прибуток і суми відсотків за позики (це показник EBIT). Отже, операційний важіль впливає на проміжний фінансовий результат - EBIT, тоді як фінансовий важіль - на кінцевий фінансовий результат - EPS.

Що більша частка умовно-постійних витрат у загальних витратах фірми, то вищий рівень операційного важеля і більшою мірою змінюватиметься ЕВІТ при зміні виручки на 1 %. Що більше плече фінансового важеля, то вищий рівень фінансового важеля і більшою мірою змінюватиметься EPS при зміні ЕВІТ на 1 %.

Якщо фірма використовує позиковий капітал, діють обидва важелі, що виявляється в істотній зміні EPS навіть при незначній зміні виручки.

Рівень загального або операційно-фінансового важеля показує, на скільки відсотків змінюється EPS при зміні виручки на 1 %. Визначають цей рівень за формулою:

$$\text{рівень операційно-фінансового важеля} = \frac{\text{рівень операційного важеля}}{\text{рівень фінансового важеля}} \quad (2.35)$$

Визначення рівня операційно-фінансового важеля може стати у пригоді менеджерам корпорацій та інвесторам. Наприклад, якщо прогнози щодо підвищення виручки сприятливі, менеджери можуть планувати більше позик, оскільки при підвищенні виручки високий рівень операційно-фінансового важеля забезпечує ще більше зростання EPS. У цей період інвестори в разі оптимістичних прогнозів щодо розвитку нових галузей промисловості також можуть віддати перевагу тим фірмам галузі, в яких високий загальний ліверидж, оскільки це забезпечить високі темпи підвищення чистого прибутку, і діяти навпаки, якщо очікується спад.

Показник рівня операційно-фінансового важеля можна використовувати для оцінки сумарного рівня ризику, пов'язаного із структурою витрат і структурою капіталу компанії, а також для прогнозування чистого прибутку на акцію при різних варіантах темпів зміні виручки від реалізації й виборі різних співвідношень позикових і власних коштів. Розрахунок рівня операційно-фінансового важеля свідчить про те, що менеджери можуть знизити сукупний ризик, пов'язаний з підприємством, по-різному: або підтримувати невисокі рівні фінансового і операційного важелів, або досягти такого самого результату при високому рівні фінансового важеля, якщо компанія має низький рівень операційного важеля, або не підвищувати рівень фінансового важеля, якщо корпорація має високий рівень операційного важеля.

Слід зважити на те, що у великих компаній, як правило, великі умовно-постійні витрати, що пов'язано з високою фондомісткістю продукції, складною організаційно-управлінською структурою, великим штатом працівників з погодинною оплатою, значними

витратами на рекламу тощо. Зменшити частку умовно-постійних витрат без руйнування виробничо-господарського комплексу, що склався, дуже важко, а тому й важко знизити рівень операційного важеля. У таких умовах менеджери більш гнучко мають управляти структурою капіталу, саме її оптимізація стає основним засобом зниження сукупного ризику.

2.1.6. Фінансові особливості діяльності транснаціональних корпорацій

Розширення ТНК, безумовно, свідчить про успішні фінансові результати діяльності цих структур. Разом з тим така діяльність у різних країнах породжує фінансові складності, що можуть знизити ефективність діяльності ТНК. Завдання менеджерів — проаналізувати фактори, що впливають на фінанси міжнародних компаній, а також розробити і використовувати у практиці управління фінансами методи, що запобігають виникненню втрат і зменшують ризики від здійснення операцій на території різних країн.

Наведемо основні фактори, які слід урахувувати, виконуючи фінансові операції за межами країни:

- існування різних валют, обмінних курсів валют і валютних обмежень;
- розбіжність між банківськими процентними ставками в різних країнах;
- особливості оподаткування в кожній країні;
- вплив політичних подій на діяльність підприємств.

Дія цих факторів зумовлює появу низки ризиків міжнародних операцій. Одним з найбільш значущих є валютний ризик, що спричинюється коливанням курсів валют.

Короткостроковий валютний ризик виникає внаслідок щоденних коливань валютного курсу. Міжнародні компанії, звичайно, мають укладені угоди на купівлю або продаж товарів у найближчому майбутньому за встановленими цінами. Якщо для платежів використовуються різні валюти, слід звернутися до способів страхування короткострокових валютних ризиків.

Довгостроковий валютний ризик пов'язаний з тим, що вартість операцій за кордоном може змінитися внаслідок непередбачених змін економічних умов (наприклад, незаплановане підвищення заробітної плати у країні, де ТНК здійснювала діяльність з метою економії на оплаті праці, може привести до зниження прибутку або до збитків).

Страхування довгострокового ризику складніше, ніж короткострокового.

Для великої ТНК управління валютним ризиком ускладнюється тим, що розрахунки між її філіями в різних країнах здійснюються в кількох різних валютах. Можливо, що зміна обмінного курсу однієї з валют принесе прибуток одній філії і водночас негативно позначиться на діяльності іншої філії.

Фінансовими інструментами, що спеціально призначені для хеджування, є ф'ючерси, форвардні контракти, свопи та опціони. Усі вони належать до похідних інструментів, оскільки їх вартість залежить від вартості базових активів.

Ф'ючерсний контракт — це заздалегідь розміщене замовлення на купівлю або продаж активу. Ціни встановлюються при укладенні контракту, але оплата активів здійснюється на момент настання дати виконання контракту.

Ф'ючерсні контракти (ф'ючерси) є стандартними документами, що засвідчують зобов'язання продати (придбати) відповідну кількість базового активу у визначений час у майбутньому з фіксацією ціни базового активу під час укладення контракту. Обіг ф'ючерсів здійснюється виключно на організованих ринках. За законодавством України базовим активом ф'ючерсів можуть бути тільки товарні ресурси або валютні цінності. Історично найдавнішим інструментом страхування ризику зміни цін на товари вважаються товарні ф'ючерсні контракти, що з'явилися на ринках сільськогосподарської продукції США. Фінансові ф'ючерси з'явилися у 1972 р. На відміну від товарних ф'ючерсів базовими активами фінансових ф'ючерсів є фінансові активи.

Завдяки стандартизованій формі ф'ючерсні контракти високоліквідні, вони щоденно продаються і купуються на організованих ф'ючерсних біржах на мільярди доларів. Проте якщо умови ф'ючерсних контрактів не відповідають конкретним потребам, то можна здійснити хеджування за допомогою купівлі або продажу форвардного контракту.

Форвардний контракт — це спеціально складений ф'ючерсний контракт, тобто індивідуалізований документ, що відповідає потребам конкретного клієнта, не укладається на організованому ринку, може укладатись на нестандартні суми або на нестандартні терміни.

Ф'ючерсні контракти закриваються щоденно. На відміну від ф'ючерсних контрактів форвардні не зараховуються на ринку щоденно. Прибутки і збитки за ними визначаються в день виконання контракту. У світі дуже популярні угоди про форвардну банківську

Своп — це двостороння угода про обмін у майбутньому серіями платежів у різних валютах. Обмін є комбінацією операцій на умовах "spot" і "форвард". Як відомо, на валютному ринку існують два основні типи операцій: касові — за теперішнього ціною (spot) і термінові — за форвардним курсом. Касові операції передбачають, що обмін валютою і розрахунки здійснюються за spot-курсом протягом двох банківських днів. Форвардний курс — це майбутній курс обміну валюти, що обумовлюється на сьогодні, а розрахунки за ним здійснюватимуться через термін, зазначений у певній угоді. Своп означає одночасну купівлю і продаж валют за умови розрахунків на різні дати. Кожна сторона отримує в розпорядження валюту за ціною spot на певний період до її продажу за ціною форварду. Операції свопу майже повністю усувають валютний ризик.

The diagram illustrates the Fisher effect and its international implications. It features several interconnected boxes and arrows:

- Існуючий валютний курс «спот»** (Existing spot exchange rate) is connected to **Існуючий на інших ринках валютний курс «спот»** (Existing spot exchange rate on other markets) via a double-headed arrow labeled **Локальний арбітраж** (Local arbitrage).
- Існуючий валютний курс «спот»** is connected to **Існуючий форвардний обмінний курс** (Existing forward exchange rate) via a downward arrow.
- Існуючий валютний курс «спот»** and **Існуючий форвардний обмінний курс** are connected to **Існуючий курс «крос-курс»** (Existing cross-rate) via arrows labeled **Трикутний арбітраж** (Triangular arbitrage).
- Існуючий форвардний обмінний курс** and **Існуючий курс «крос-курс»** are connected to **Існуюча диференціація відсоткових ставок** (Existing interest rate differential) via a double-headed arrow labeled **Ефект Фішера** (Fisher effect).
- Існуюча диференціація відсоткових ставок** is connected to **Майбутні зміни обмінних курсів** (Future exchange rate changes) via a double-headed arrow labeled **Міжнародний ефект Фішера** (International Fisher effect).
- Існуючий рівень інфляції** (Existing inflation level) is connected to **Майбутні зміни обмінних курсів** via a double-headed arrow labeled **Паритет купівельної спроможності валюти** (Purchasing power parity of the currency).

На існуючий валютний курс «спот» головним чином впливає арбітраж (рис. 2.5). Тому для проведення касових валютних операцій

«спот» учасники міжнародного бізнесу ретельно вивчають обмінні курси на різних ринках. Проте, для прогнозування валютних курсів ключову роль відіграють форвардні обмінні курси, на які впливають не лише курси «спот», а й інші валютні співвідношення. Цей вплив здійснюється через існуючу дифереціацію відсоткових ставок, на яку, в свою чергу впливають рівні інфляції валют (через ефект Фішера – взаємозв’язок номінальної відсоткової ставки, з одного боку, та реальної відсоткової ставки і очікуваних темпів інфляції в одній країні – з іншого) та майбутні зміни обмінних курсів (через міжнародний ефект Фішера - взаємозв’язок між очікуваними змінами обмінного курсу та відмінностями відсоткових ставок обмінюваних валют).

Зазвичай ТНК утворюють самостійні філії в інших країнах. У цьому разі надходження від них до материнської компанії набирають форми дивідендів і роялті. Ці надходження мають бути конвертовані у валюту материнської компанії, отже, постає потреба у прогнозуванні зміни майбутніх курсів обміну валют, а також у врахуванні порядку оподаткування дивідендів і роялті в різних країнах.

Основні проблеми з якими стикаються ТНК:

1) імовірне виникнення ситуації подвійного оподаткування, можливі урядові обмеження на суми грошових надходжень, що можуть бути повернуті іноземній материнській компанії;

2) необхідно оцінювати ступінь політичного ризику, особливо в разі великих обсягів капіталовкладень у зарубіжні філії. Політичним є ризик експропріації активів зарубіжної філії без компенсації, а також менш радикальні дії зарубіжних урядів — непередбачені обмеження грошових надходжень від філії до материнської компанії, посилення контролю за обігом валюти, підвищення податків, запобіжні заходи в ціновій політиці.

Основною метою зарубіжного інвестування є отримання прибутків. Для досягнення цієї мети іноземні інвестори вкладають капітал, забезпечуючи собі доступ до природних і людських ресурсів, місцевих ринків і досягаючи високої ефективності виробництва.

Капітал може експортуватися у товарній (машини, обладнання тощо) і грошовій формах (валюта і валютні цінності). За формою власності капітал поділяється на приватний, державний і капітал міжнародних організацій. За термінами капітал поділяють на довготерміновий і короткотерміновий. За характером використання вирізняють капітал підприємницький і позичковий, а за способом контролю над собою — прямими та портфельними інвестиціями.

Рух міжнародного капіталу має дві основні форми. Перша — кредитування — позика грошей (валюти). При цьому кредиторами і

позичальниками можуть бути уряди, міжнародні організації, фізичні та юридичні особи. Загальновідомим кредитором є, наприклад, Світовий банк.

Друга форма руху капіталу — інвестування в активи компаній. Якщо довгострокові інвестиції не передбачають управлінського контролю над іноземною компанією, то такі інвестиції називаються портфельними. За умови набуття такого контролю інвестиції вважаються прямими.

Міжнародний позичковий капітал (міжнародний кредит) класифікують так:

- за призначенням (фінансовий, комерційний, проміжний);
- за видом (товарний, валютний);
- за способом падання (готівковий, акцептний, депозитно-сертифікатний, кредитний);
- за валютою (у валютах країни-боржника, країни-кредитора, третьої країни, у міжнародних розрахункових валютних одиницях);
- за термінами (коротко-, середньо- та довготерміновий);
- за забезпеченням (бланковий, забезпечений);
- за статусом кредитора (фірмовий, міжнародно-банківський, брокерський, урядовий, змішаний міждержавний);
- за об'єктами кредитування (інвестиційний, не інвестиційний);
- за джерелами (іноземний, внутрішній, змішаний).

Вирізняють також факторинг, лізинг, форвейтинг; і вексельний кредит.

Питання для контролю знань з теми 2.1:

1. Які наслідки злиття і поглинання підприємств?
2. Що таке вартість капіталу корпорації і вартість активів з урахуванням фактора часу?
3. Види цінних паперів, які можуть використовувати корпорації у своїй діяльності.
4. У чому полягають інвестиційні можливості об'єднання підприємств?
5. Які основні фінансові коефіцієнти використовують для загальної оцінки фінансового стану корпорації?

2.2. РЕГУЛЮВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ОБ'ЄДНАНЬ ПІДПРИЄМСТВ

Основні поняття: *санация, реорганізація, реструктуризація, хеджування.*

2.2.1. Основні складові регулювання діяльності об'єднання підприємств

В сучасних ринкових умовах розвитку економіки між підприємствами, організаціями, об'єднаннями підприємств (ОП) виникають нові взаємовідносини як з державою, партнерами, працівниками так і споживачами.

Відповідно до зміни зовнішнього середовища відбувається адаптація об'єднання підприємств, змінюється спосіб його функціонування. Це передбачає зміну фінансової, дивідендної, інвестиційної політики як засобу регулювання діяльності об'єднань підприємств (рис. 2.6).

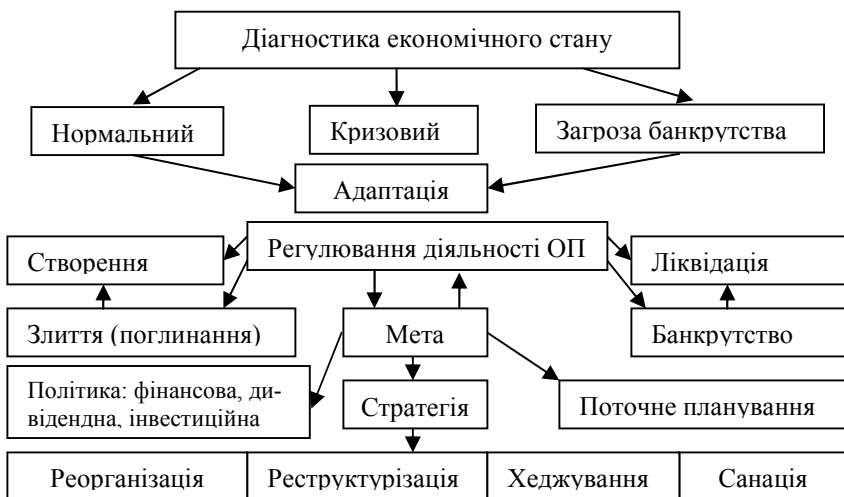


Рисунок 2.6. - Модель регулювання діяльності об'єднань підприємств [20]

Тобто, функціонування об'єднань підприємств передбачає адекватне реагування на зміну середовища через упорядкування, координацію та регулювання.

При нездатності фінансового забезпечення поточної виробничо-економічної діяльності й адаптації до ринкових умов ОП становить загрозу кризовий стан. Подолання можливої ситуації, що діагностується як «загроза банкрутства», вимагає розробки спеціальної політики антикризового управління, що включає моніторинг ситуації, вибору і впровадженню ефективних механізмів.

Так, світова криза в 2008-2009 рр. вплинула на діяльність великих компаній: в 2008р. «Дженерал Моторс», «Форд», «Крейслер» звернулися до уряду США за дотацією (кредитом) на 50 млрд. дол., оскільки їх збитки складали 28млрд. дол., оскільки кредит не надали – розпочали закривати свої філіали в Європі, а уряд США почав проводити компанію по заохоченню купувати нові машини в середені країни; в 2008р. авіалінія США «Делта ен Лайн» поглинула «Норд ен Лайн» за 2,8 млрд. дол.

Стабільність діяльності ОП, а тим більш прискорення економічного росту досягається через оперативні, поточні, тактичні і стратегічні механізми управління.

Важлива умова фінансової діяльності корпорацій — дотримання прав акціонерів і відповідно необхідність контролю за виконанням менеджерами цієї умови.

Часто менеджери, які управляють компанією, прагнуть досягти передусім власних фінансових й нефінансових цілей: надмірно високих винагород; придбання предметів розкоші (наприклад, дорогі службові автомобілі); невинновданого розширення організацій з метою підвищення власного соціального статусу; безпосереднього привласнення в тій чи іншій формі грошових коштів інвесторів та ін. Зазначені цілі не збігаються з метою акціонерів компанії — одержати максимальний дохід на вкладений капітал. Крім того, корпорацію можуть очолювати некваліфіковані менеджери (банкрутство енергетичної компанії «Enron»). Тому перед власниками капіталу постають певні завдання:

- як вплинути на поведінку менеджерів, які керуються особистими вигодами;
- як спонукати менеджерів ефективно управляти фірмою;
- як убезпечитися від некваліфікованих управлінців.

Гарантії ефективного управління, а отже, ефективність об'єднань підприємств залежать, по-перше, від наявності в акціонерів адекватних механізмів контролю за діями менеджерів і в разі потреби — їх заміни; по-друге — від механізму перерозподілу прав власності на користь ефективніших економічних агентів.

Використовуючи своє домінуюче становище, акціонер, який має великий пакет акцій, може через органи управління провести рішення, що забезпечать йому додаткові доходи і привілеї. Отримання приватних вигод від контролю часто безпосередньо стосується грошових потоків фірми.

Великі акціонери можуть одночасно намагатися вдосконалити менеджмент фірми і отримати приватні вигоди від контролю.

Ринковий підхід (метод аналогів) базується на визначенні ринкової вартості об'єкта. Він дає змогу визначити вартість акцій конкретної корпорації виходячи з курсів акцій компаній-аналогів.

Початковий етап оцінки - трансформація та нормалізація фінансової звітності оцінюваної компанії за період, який дає змогу виявити закономірності та тенденції в її розвитку. Мета цих процедур - звести до мінімуму вплив усіх випадкових чинників для коректнішого порівняння з компаніями-аналогами.

Проте цей підхід має і зворотний бік: до уваги береться тільки минула інформація. Для потенційного інвестора частіше більш важливо передбачати майбутні доходи, які можна отримати в результаті володіння оцінюваними активами, тому застосовувати ринковий підхід в разі оцінки інвестиційних проектів недоцільно.

З'ясуємо основні причини здійснення компаніями операцій з викупу власних акцій.

Можливі кілька ситуацій, що спонукають менеджерів до викупу. *Перша ситуація* - коли викуп власних акцій може бути альтернативою дивідендним виплатам компанії. При цьому акціонери, які зберегли свої акції, володітимуть більшою часткою активів фірми, тому їх добробут не знижуватиметься при переході компанії від виплати грошових дивідендів до викупу акцій і видачі їх акціонерам. Крім того, у них є вибір - продати додаткові акції за ринковою ціною, сплатити податок і отримати гроші, якщо вони потрібні зараз, або залишити акції в себе. При виплаті дивідендів усі акціонери мають їх отримати. За певних умов спрямування коштів АТ на викуп частини власних акцій для розподілу їх між акціонерами може бути вигідніший для акціонерів, ніж отримання більшої суми дивідендів.

Зауважимо, що ситуація, коли АТ, маючи готівку для сплати дивідендів, спрямовує її на викуп власних акцій, щоб розподілити їх замість того, щоб підвищувати дивіденди, навряд чи нині можлива в Україні.

За умов нерозвиненого вторинного ринку цінних паперів акції мають низьку ліквідність, тому акціонери швидше віддають перевагу

поточним виплатам дивідендів як надійнішому доходу, ніж отриманню додаткових акцій, які важко продати.

Друга ситуація (знову таки із зарубіжного досвіду [17]) - коли викуповуються власні акції замість того, щоб підвищувати дивіденди. При цьому в поточному році компанія отримує тимчасове підвищення припливу коштів і не сподівається, що так буде в майбутньому. За таких умов менеджери найімовірніше продовжуватимуть виважену дивідендну політику, тобто не будуть різко підвищувати виплату дивідендів грошима, а розподілять кошти у вигляді викуплених акцій, щоб уникнути зниження дивідендів у наступний період.

Третя ситуація, що ініціює викуп власних акцій, так само поширена у країнах з розвиненим фінансовим ринком. Компанія, переживаючи період зниження цін на свої акції, шляхом викупу великих пакетів акцій намагається підвищити їх курс. У багатьох випадках запровадження програм викупу власних акцій справді сприяє встановленню довіри інвесторів і ціна на акції підвищується, але існує небезпека, що вона знову знизиться після припинення АТ операцій з викупу.

Застосування ринкового підходу в разі оцінки вартості акціонерного капіталу компаній можливе в таких випадках:

- за наявності повної інформації про фінансово-господарську діяльність оцінюваної компанії;
- у разі активного обігу акцій компанії-аналогів на фондовому ринку;
- при наявності інформації про корпоративну політику оцінюваної компанії та перспективи її розвитку.

Наступний підхід - придбання (створення) офшорного підприємства (додаток А).

Аналіз цілей придбання (створення) офшорного підприємства дозволяє виділити основні, серед яких:

- 1) конфіденційне збереження коштів;
- 2) використання офшорної компанії як партнера українського підприємства у зовнішньоекономічних торговельних схемах. У цьому випадку офшорна компанія дозволить оптимізувати податки, спростити документообіг, у прискорити фінансові потоки і забезпечити їх надійність. Для ведення торговельних операцій доцільно відкривати компанії в юрисдикціях, котрі мають договір про уникнення подвійного оподаткування з нашою країною;
- 3) використання офшорної компанії з метою імпорту основних засобів.

Управління структурою капіталу - підвищення вартості фірми, ринкової ціни акцій, зниження WACC, збереження платоспроможності - через дивідендну та інвестиційну політику.

Ф. Модільяні та М. Міллер висунули ідею про те, що розмір дивідендів не впливає на зміну сукупного багатства акціонерів, тобто дивідендна політика не потрібна. Дивіденди слід виплачувати тоді, коли за рахунок прибутку профінансовані всі прийнятні інвестиційні проекти, оскільки сума сплачених дивідендів приблизно дорівнює сумі витрат, які несе компанія в цьому разі для залучення додаткових джерел фінансування. Цей підхід називається теорією нарахування дивідендів за залишковим принципом.

У межах розглядуваного підходу Ф. Модільяні та М. Міллер обґрунтовують існування так званого ефекту клієнтури. Цей ефект виявляється в тому, що різні групи інвесторів (клієнтура) віддають перевагу різним рівням дивідендних виплат. Якщо компанія обирає певну дивідендну політику, наслідком її буде привернення тієї чи іншої групи клієнтури; якщо компанія змінює дивідендну політику, єдиним наслідком цього буде привернення іншої групи.

Певний вплив дивідендної політики на ціну акціонерного капіталу ці вчені все ж визнавали, але не як наслідок впливу розміру дивідендів, а як результат інформаційного ефекту, зокрема про їх зростання, що зумовлює підвищення ціни акцій.

Один з опонентів теорії ММ, так само американський вчений М. Гордон висунув протилежну ідею про те, що дивідендна політика впливає на розмір сукупного доходу акціонерів.

Попри різні теорії дивідендної політики фінансові менеджери зазвичай намагаються зберегти баланс між виплатою достатніх дивідендів (щоб підтримувати довіру акціонерів) та реінвестуванням прибутку (щоб підтримувати певні темпи розвитку компанії). Виплата високих дивідендів призводить до зменшення внутрішніх джерел розвитку фірми, що може спонукати менеджерів до залучення додаткових зовнішніх джерел за рахунок випуску нових акцій і позик; збільшення фінансування за рахунок зовнішніх джерел може змінити структуру капіталу і середньозважену вартість капіталу (WACC). Сплата низьких дивідендів або нестабільність виплат викликає недовіру акціонерів і потенційних інвесторів, що може призвести до зниження цін акцій. Отже, найменш ризикованого є дивідендна політика, що гарантує акціонерам за будь-яких обставин отримання дивідендів, тобто планування стабільних виплат дивідендів.

Визначаючи дивідендну політику, менеджерам слід скласти прогноз щодо приросту майбутніх доходів, оцінити чутливість доходів

компанії до коливань ділової активності, звернути увагу на те, які доходи на акцію та коефіцієнти виплати дивідендів мають інші фірми галузі.

Усі фактори, які фірма бере до уваги, визначаючи дивідендну політику, за Є. Брігхемом [17], можна об'єднати в чотири великі групи:

- існуючі обмеження щодо дивідендних виплат (законодавчі, податкові, брак готівки у фірми тощо);
- інвестиційні можливості фірми;
- доступність і вартість альтернативних джерел капіталу;
- вплив дивідендної політики на необхідну норму прибутку на просту акцію (K_s).

Молоді компанії, що швидко розвиваються, зазвичай платять низькі дивіденди, а старі, що розвиваються повільно, - більші.

Оптимальний бюджет капіталовкладень, (тобто найвигідніші інвестиційні проекти можна здійснити, якщо гранична вартість капіталу мінімальна) визначають:

- оптимальний бюджет капіталовкладень;
- капітал, необхідний для фінансування цього бюджету;
- чистий прибуток, який слід спрямувати на реінвестування, щоб не зросла гранична вартість капіталу.

Корпорації здійснюють залишкову дивідендну політику час від часу, коли мають дуже привабливі інвестиційні можливості. В основному ж вони віддають перевагу стабільній дивідендній політиці.

Розрізняють такі типи дивідендної політики:

- постійних виплат, тобто коли АТ платить дивіденди, що дорівнюють постійному відсотку його прибутку;
- регулярних дивідендів, що полягає у виплаті регулярних стійких дивідендів;
- поступового збільшення дивідендів;
- екстрадивіденду, коли АТ поділяють дивіденд на дві частини: регулярний дивіденд і екстрадивіденд, який виплачується за сприятливих обставин;
- виплата дивідендів акціями.

Компромісна дивідендна політика спрямована на досягнення таких цілей, як реалізація інвестиційних можливостей компанії (намагання профінансувати проекти з позитивним значенням NPV); підтримка оптимального співвідношення між боргом і акціонерним капіталом, а також запланованого рівня дивідендних виплат; уникнення скорочення суми дивідендів і необхідності випускати нові акції.

Вирішуючи питання про дивіденди, менеджери піклуються про забезпечення акціонерів "справедливим" рівнем дивідендів. Більшість менеджерів свідомо або несвідомо притримуються довгострокового планового коефіцієнта дивідендних виплат. Але якщо б вони просто використовували запланований коефіцієнт виплати щодо прибутку кожного року, то розмір дивідендів суттєво змінювався б з року в рік. Тому менеджери намагаються вирівняти коливання дивідендних виплат, лише частково наближаючись до запланованого коефіцієнта виплат.

Стабільність дивідендних виплат можна забезпечити, виплачуючи регулярні й додаткові дивіденди. Встановлюються регулярні дивіденди як відносно невелика частка постійного прибутку, щоб їх було легко підтримувати. За періоди, в яких спостерігається збільшення прибутку, сплачуються додаткові дивіденди (екстрадивіденди).

Іноді компанії звертаються до такої форми, як виплата дивідендів акціями. Акціонери отримують додатковий пакет акцій, а прибуток залишається в компанії; при цьому статутний фонд збільшується на суму дивідендів, сплачених акціями. Оскільки збільшується кількість акцій в обігу, прибуток на кожную акцію зменшується, теоретично ринкова ціна акцій також має знизитися. Практично це залежить від розміру дивідендів, що сплачуються акціями. Невеликі дивіденди у формі акцій - до 20 % (коли кількість акцій в обігу зростає не більш як на 20 %) - практично не впливають на ціну акції. Це вигідно акціонерам; якщо вони хочуть отримати готівку, вони продадуть акції та компенсують несплату дивідендів грошима. Дивіденди у формі акцій в розмірі понад 20 або 25 % називаються великим дивідендом; на таку ситуацію ринок може відреагувати зниженням ринкової ціни акції внаслідок збільшення кількості акцій компанії в обігу.

Причини, що спонукають компанії сплачувати дивіденди акціями: нестача готівки, коли настає час сплачувати дивіденди; необхідність реінвестування прибутку для розвитку компанії; бажання змінити структуру джерел капіталу; заохотити премією в формі акцій менеджерів, що успішно працюють.

Періодичність виплати дивідендів (щорічно, щоквартально, раз на півроку) регулюється законодавством конкретної країни.

У світовій практиці процедура виплати дивідендів чітко опрацьована, хронологічно вона складається з таких етапів: день об'яви дивіденду; день продажу акцій без дивіденду; день реєстрації; день виплати.

Нині в Україні переважає тенденція до невиплати дивідендів взагалі або сплати мінімальних дивідендів за залишковим принципом.

Виплата дивідендів залежить не тільки від наявності та розміру прибутку АТ, а й від бажання власників контрольного пакета акцій прийняти рішення про виплату дивідендів.

Найчастіше ключовим показником для розробки фінансових планів є планова виручка від реалізації продукції (виконання робіт, надання послуг). Решту планових показників розраховують виходячи з прогнозу виручки або темпів підвищення виручки. Звичайно, точно спрогнозувати майбутній обсяг реалізації неможливо (особливо на довгостроковий період), тому у процесі фінансового планування бажано розглядати різні сценарії розвитку подій, наприклад три: оптимістичний, середній і песимістичний.

Розглянемо метод, за допомогою якого можна отримати прогнозні звіти (баланс і звіт про фінансові результати), маючи заплановану суму виручки від реалізації. Цей метод фінансового планування називають *процентною залежністю від обсягу реалізації*.

Визначити, скільки активів (пасивів) припадало у об'єднань підприємств на 1 грн. виручки в базовому році, тобто *коефіцієнт фондомісткості*:

$$K_{\text{фм}} = \frac{B_{\text{а с.зб.}}}{B_{\text{ч р.зб.}}}, \quad (2.35)$$

де $B_{\text{а с.зб.}}$ - середня вартість активів у звітному періоді, млн. грн.;
 $B_{\text{ч р.зб.}}$ - чиста виручка від реалізації у звітному періоді, млн. грн.

Іноді його називають *коефіцієнтом інтенсивності капіталу*.

Якщо ж у компанії недозавантажені проектні потужності (що трапляється часто, особливо при економічній кризі), то збільшення обсягу виробництва до проектного досягається без зростання основних засобів, збільшуватимуться тільки оборотні активи.

У процесі довгострокового планування можна виходити із запланованого темпу зростання виручки, як це було зроблено раніше, і потім визначати суму додаткового зовнішнього фінансування, а виходячи з можливостей компанії можна забезпечити певні темпи зростання. За С. Россом, у цьому разі визначають два коефіцієнти: внутрішнього і стійкого зростання [13].

Коефіцієнт внутрішнього зростання ($K_{\text{в.з.}}$) - це максимальний темп зростання, якого компанія може досягти без будь-якого зовнішнього фінансування. Цей коефіцієнт визначають за формулою

$$K_{\text{в.з.}} = \frac{\text{ROA} \cdot p}{1 - \text{ROA} \cdot p}, \quad (2.36)$$

де ROA - рентабельність активів (відношення чистого прибутку до середньої вартості активів); p - коефіцієнт реінвестування (капіталізації), тобто частка чистого прибутку, що залишається в компанії після виплати дивідендів.

Коефіцієнт стійкого зростання ($K_{с.з.}$) - це максимальний темп зростання, якого компанія може досягти за рахунок внутрішніх джерел фінансування і збереження постійного співвідношення між позиковим та власним капіталом (постійного фінансового важеля) без додаткового зовнішнього фінансування за рахунок емісії нових акцій. Цей коефіцієнт визначають так само, як $K_{вз.}$, тільки замість показника ROA використовують ROE:

$$K_{с.з.} = \frac{ROE \cdot p}{1 - ROE \cdot p}, \quad (2.36)$$

де ROE — рентабельність власного капіталу (відношення чистого прибутку до середньої вартості власного капіталу).

Коефіцієнт стійкого зростання свідчить про те, на скільки відсотків можна забезпечити зростання, якщо реінвестувати p відсотків чистого прибутку і залишити коефіцієнт фінансового важеля на базовому рівні, залучивши для цього певну суму позик.

Здатність компанії до стійкого зростання безпосередньо залежить від таких факторів:

- збільшення рентабельності реалізації (маржі прибутку);
- дивідендної політики (зменшення частки прибутку, що сплачується у вигляді дивідендів, тобто зростання коефіцієнта капіталізації);
- фінансової політики (збільшення фінансові то важеля означає збільшення фінансування за рахунок боргу, збільшується відношення позикового капіталу до власного, а також ROE);
- збільшення оборотності активів (спричинює збільшення виручки, що отримується з кожної гривні активів, і зниження коефіцієнта фондомісткості та зменшення потреби в прирості активів).

У практиці зарубіжних компаній поточні фінансові плани називаються бюджетами, а процес їх складання — бюджетуванням. Нині ці визначення застосовують і у вітчизняній науці та практиці. У загальному вигляді бюджет — це кошторис доходів і витрат усіх господарських підрозділів і функціональних служб фірми. Він формується за даними розрахунків планових доходів від усіх напрямків діяльності фірми, а також кошторисів витрат фірми на поточний рік. Зокрема, складають бюджети:

- продажів — план реалізації продукції (виконання робіт, надання послуг) у натуральних і вартісних показниках;

- закупівель, де відбивають витрати коштів на придбання запланованих видів матеріальних ресурсів;

- витрат на оплату праці, де розраховані планова потреба у трудових ресурсах і витрати на оплату праці за всіма видами виробничої діяльності;

- управлінських витрат, що містить планові витрати фірми на виконання основних управлінських функцій в усіх службах і підрозділах;

- загальноцехових витрат, що відображає накладні витрати, пов'язані з виробництвом продукції (утримання виробничого устаткування, цехових будівель і споруд, заробітна плата цехового адміністративно-управлінського персоналу та ін.);

- комерційних витрат (реклама, комісійні торговельних агентів, транспортні послуги).

Найважливішим поточним фінансовим планом є бюджет грошових надходжень і витрат (або бюджет готівки), де планують рух реальних грошових коштів у межах року з розбиттям (залежно від специфіки діяльності) на квартали, місяці, тижні або навіть дні (приклади ефектів приведені в додатку 2).

Основне завдання короткострокового фінансового планування — забезпечити поточну платоспроможність компанії, тобто здатність протягом року своєчасно погашати поточні зобов'язання і фінансувати поточну діяльність.

Короткострокове фінансове планування є засобом управління поточним фінансуванням фірми і підвищення ефективності використання оборотного капіталу, тому воно передбачає з'ясування того, як краще компенсувати дефіцит коштів, що випікає між короткостроковим припливом і відпливом грошей, або зберігати резерв коштів у ліквідній формі (гроші на поточних рахунках, цінні папери, що легко реалізуються), або брати короткострокові позики; яким видом короткострокової позики краще скористатися в конкретний період; чи можна скоротити операційний та фінансовий цикли за рахунок прискорення оборотності запасів та дебіторської заборгованості і збільшення середнього терміну погашення кредиторської заборгованості.

Вирішення цих управлінських завдань залежить насамперед від політики фінансування обігових коштів, яку обрала компанія, тому основним її напрямом є визначення розміру чистого оборотного капіталу (власних обігових коштів).

Розмір чистого оборотного капіталу визначає ступінь ліквідності компанії. Тому обираючи політику – зменшення розміру чистого оборотного капіталу, менеджери збільшують ризик втратити ліквідність.

Особливою складовою фінансового планування має бути план фінансової санації (фінансового оздоровлення).

Санація — це система фінансово-економічних, виробничо-технічних, організаційно-правових і соціальних заходів щодо відновлення платоспроможності, ліквідності та прибутковості підприємств.

План санації може містити такі основні заходи щодо відновлення платоспроможності: реструктуризація підприємства; перепрофілювання виробництва; закриття нерентабельних виробництв; відстрочка та розстрочка платежів або списання частини боргів, про що укладається мирового угода з кредитором; ліквідація дебіторської заборгованості; продаж частини майна; продаж підприємства як цілісного майнового комплексу; звільнення частини працівників та ін.

Санація без залучення додаткових фінансових ресурсів потребує мобілізації внутрішніх фінансових резервів, що можна забезпечити за рахунок [21]:

- реструктуризації активів;
- зменшення (заморожування) витрат;
- збільшення виручки від реалізації.

Розглянемо санаційні заходи по реструктуризації активів:

1. Мобілізація прихованих резервів. Приховані резерви - це частина капіталу підприємства, що не відображається в його балансі. Приховані резерви дорівнюють різниці між реальною вартістю та балансовою вартістю окремих майнових об'єктів підприємства.

Мобілізацію прихованих резервів здійснюють кількома способами:

- реалізацією окремих об'єктів основних та оборотних засобів, безпосередньо не пов'язаних з процесом виробництва і реалізації продукції (будівлі та споруди не виробничого призначення, корпоративні права інших підприємств, боргові цінні папери, нематеріальні активи, наднормові запаси сировини та матеріалів тощо);

- індексацією балансової вартості майнових об'єктів, які неможливо реалізувати без порушення нормального виробничого циклу (така реструктуризація активів не пов'язана з реальним підвищенням платоспроможності, проте впливає на підвищення

показників конкурентоспроможності підприємства). У разі індексації основних фондів змінюється структура пасивів (збільшуються статті балансу "Статутний капітал" або "Додатковий капітал").

2. Використання зворотного лізингу (господарська операція, яка передбачає продаж основних фондів з одночасним зворотним отриманням їх в оперативний або фінансовий лізинг). Наприклад, збиткове підприємство продає лізинговій компанії адміністративну будівлю з одночасним укладенням договору про лізинг цього об'єкта нерухомості. Кредитоспроможність підприємства знижується, а платоспроможність різко підвищується.

3. Здавання в оренду основних фондів, які не повністю використовуються у виробничому процесі, об'єктів незавершеного будівництва.

4. Оптимізація структури розміщення оборотного капіталу (зменшення частки низьколіквідних обігових активів, тобто коштів у різних видах запасів).

5. Продаж окремих низькорентабельних структурних підрозділів (філій). За рахунок цієї операції підприємство може отримати інвестиційні ресурси для репрофілювання виробництва на більш прибутковий вид діяльності.

6. Рефінансування дебіторської заборгованості (переведення її в інші, ліквідні форми оборотних активів: кошти, короткострокові фінансові вкладення тощо). Може здійснюватися шляхом факторингу (продажу дебіторської заборгованості банку або факторинговій компанії), обліку векселів (дострокова реалізація векселя його власником банку і переведення комерційного кредиту в банківський) тощо.

Зарубіжний і вітчизняний досвід свідчить про те, що стратегії скорочення витрат, які фірми вибирають при погіршенні фінансового становища, обов'язково передбачають економію витрат на оплату праці. Найчастіше вдаються до заходів зменшення робочого часу (неповний робочий тиждень, достроковий вихід на пенсію, неоплачувані відпустки, звільнення персоналу).

Противагою цим негативним для найманих працівників заходам є державні програми сприяння і гарантій зайнятості, страхування від безробіття.

Виручку від реалізації в період санації можна збільшити за рахунок стимулювання збуту; конкретні заходи розробляють у межах маркетингової політики фірми.

У межах санації без залучення додаткових фінансових ресурсів фірми можуть планувати операції, пов'язані із змінами структури

пасивів: зменшення статутного фонду; конверсію власного капіталу в борг; конверсію боргу у власний капітал, пролонгацію (реструктуризацію) термінів сплати заборгованості, добровільне зменшення заборгованості (за згодою кредиторів).

Санацію із залученням додаткових фінансових ресурсів підприємства можуть здійснювати за рахунок коштів власників у таких формах, як збільшення статутного фонду, надання позик, безповоротної фінансової допомоги, а також коштів кредиторів у формі залучення додаткових позик.

Отже, санація передбачає застосування різноманітних технологій фінансового інжинірингу. *Фінансовий інжиніринг* — це сукупність методів (технологій) управління фінансами компанії, що сприяє зростанню її вартості, дає змогу вирішити багато фінансових проблем - від кризи ліквідності (недостатність обігових коштів) до відсутності фінансових ресурсів для капіталовкладень. Крім перелічених прийомів зміни структури активів і пасивів, менеджери корпорації або зовнішні фінансові консультанти можуть вибрати інші фінансові технології, що забезпечать економію коштів, сприятимуть вивільненню коштів безпосередньо в компанії або залученню їх ззовні. Наприклад, іноді просте перегрупування активів - передання дочірнім підприємствам або створення спільних підприємств, може значно зекономити кошти (зокрема, за рахунок зменшення податкових відрахувань). Існують спеціальні технології, за допомогою яких фінансові потоки можна розкласти зсередини підприємства на елементи, проаналізувати ключові фактори, що впливають на кожний елемент, і в такий спосіб суттєво скоротити витрати. Поширений серед підприємців метод поділу підприємства на кілька юридичних осіб, що поділяються на "центри прибутку" (акумулюють надходження та спеціалізуються на управлінні активами) і "центри витрат" (приймають на баланс високовартісні активи капіталомісткого виробництва). Взаємовідносини центрів прибутку і витрат оформлюють у вигляді договорів: субпідряду; про зовнішнє управління; про спільну діяльність. За такої реорганізації посилюється фінансовий контроль і підвищується фінансова дисципліна і, як наслідок, скорочується вплив грошей з компанії.

У світовій практиці існує багато методів фінансового інжинірингу, і їх кількість постійно збільшується.

2.2.2. Стратегічні напрями діяльності об'єднань підприємств

Фінансове планування полягає у прогнозуванні фінансових показників і складанні форм фінансових планів, що відбивають взаємозв'язок і певні пропорції між цими показниками.

Фінансове планування як невіддільна частина загальної системи планування фінансово-господарської діяльності корпорації поділяється на довго- (стратегічне) і короткострокове (поточне).

Функції стратегічного планування:

- визначає перспективні напрямки розвитку корпорації, основні види її діяльності, уможливує об'єднати в єдину систему чотири найважливіших об'єкти планування — обсяги реалізації продукції, фінансові ресурси, виробництво і потреби в закупівлях;

- формує для компанії загалом, а також для кожного структурного підрозділу конкретні цілі, що узгоджуються з корпоративною стратегією;

- стимулює менеджерів до глибшої оцінки сильних і слабких сторін фірми;

- створює основу для раціонального розподілу обмежених економічних ресурсів.

Довгострокові фінансові плани, що є складовою стратегічного планування, узгоджуються із загальною стратегією економічного розвитку корпорації. Термін "довгостроковість" означає, що період триває більше року. Зазвичай це планування розраховане на 2-5 (іноді більше) років.

Підвищення курсу акцій домінує як довгострокова мета корпорацій.

Компанії можуть реалізовувати стратегії розвитку трьома способами:

- використовуючи тільки внутрішні резерви в межах існуючої організаційної структури;

- вступаючи у стратегічні альянси з іншими фірмами;

- здійснюючи злиття і поглинання.

Нині великі зарубіжні компанії віддають перевагу не поступовому розширенню діяльності за рахунок внутрішніх джерел, а другому і третьому способам — поглинання дають змогу корпораціям швидко отримати доступ до нових ринків, нових технологій, дешевших ресурсів.

Умови вступу до корпораційних стратегічних альянсів закріплюються угодами про співробітництво, які близькі до угод про злиття. Вони є одним із способів спільного використання ресурсів

компаніями і можуть створюватись у різних формах — від маркетингових угод до спільного володіння власністю при здійсненні операцій світового масштабу.

Аналіз стратегій розвитку провідних зарубіжних компаній свідчить, що останнім часом багато найбільших корпорацій США і Західної Європи відмовилися від конгломератної структури, розпродали непрофільуючі підприємства і сконцентрували увагу на основній діяльності (наприклад, "Eastman Kodak", "Westinghouse", "Nokia", "Philips"). Проте водночас конгломератна диверсифікація і нині переважає в більшості нових ринкових країн: Південній Кореї, Індії, Бразилії, а також Японії.

Популярність вертикальної інтеграції так само знизилась, особливо це стосується регресивної (у напрямку джерел сировини і комплектуючих) інтеграції. Дедалі більше компаній продають виробництва з виготовлення деталей, напівфабрикатів і зосереджуються на ключових напрямках бізнесу. Наприклад, "General Motors", одна з найбільш вертикально інтегрованих компаній у світі, продала свою дочірню компанію "Delphi" (один з найбільших світових виробників частин до двигунів).

Разом з тим "прогресивна" (орієнтована на кінцевого споживача) інтеграція в багатьох галузях, як і раніше, залишається перспективною. Очікується, що розвиток електронної комерції та зростання обсягів реалізації через Internet сприятимуть розвитку цього напрямку і зменшенню ланок у збутовому ланцюжку.

Безсумнівно, на сучасному етапі західні компанії віддають перевагу стратегії глобалізації, тобто просуванню за кордон, завоювання ринків нових ринкових країн і країн, що розвиваються.

В основу стратегії глобалізації можуть бути покладені такі базові напрямки розвитку компанії, як розширення ринку, горизонтальна і вертикальна інтеграція, створення спільних підприємств, диверсифікація. Найбільшого успіху у глобалізації досягають компанії, що вдало поєднують стандартизацію (це дає змогу зекономити на масштабах) з урахуванням місцевих особливостей. Найбільш вдалий приклад — діяльність у цьому напрямку компанії "Mc. Donalds", яка в усьому світі має одну торговельну марку, основне меню, стандарти якості й методи роботи. Проте в різних країнах до стандартного меню можуть додаватись місцеві страви; наприклад, пиво у Франції, спагеті на Філіппінах.

Довгострокове фінансове планування має вирішувати взаємопов'язані питання: бюджету капіталовкладень, структури капіталу і дивідендної політики. Довгострокове фінансове планування

пов'язує також інвестиційну політику корпорації як комплекс заходів щодо реалізації вибраної стратегії розвитку з фінансовою політикою як системою залучення і ефективного використання фінансових ресурсів.

Проте, втілення проєктів в життя може бути відкладене або навіть скасоване через зміну обставин.

Основні напрямки фінансової політики на плановий період, а саме:

- скільки коштів буде інвестовано в нові активи. Ця цифра впливає з інвестиційних можливостей фірми і є результатом прийнятих рішень щодо бюджету капіталовкладень;

- який рівень фінансового важеля фірма вирішила підтримувати. Цим визначатиметься сума позик для фінансування інвестицій у реальні активи, тобто це політика фірми щодо структури капіталу;

- яку дивідендну політику здійснюватиме фірма у плановому періоді. Цим визначатиметься сума коштів для виплати акціонерам і сума нерозподіленого прибутку;

- який рівень ліквідності збирається підтримувати фірма. Цим визначатиметься розмір чистого оборотного капіталу (розмір власних обігових коштів), тобто це політика щодо фінансування обігових коштів.

Обираючи шляхи додаткового зовнішнього фінансування, слід брати до уваги як фінансові, так і організаційно-управлінські чинники.

Фінансові чинники, що впливають на вибір джерел фінансування:

- різна ціна капіталу, що залучається з різних джерел;
- додаткові витрати, пов'язані з емісією корпоративних цінних паперів;
- межа зростання частки позикового капіталу, зумовлена ризиком втрати платоспроможності;
- несприятлива кон'юнктура фондового ринку для розміщення цінних паперів у певному періоді.

Організаційно-управлінські чинники:

- розпорошення права власності при появі нових акціонерів;
- загроза переходу контролю за компанією до іншої.

При стратегії хеджування звертаються до фінансового інжинірингу. Зокрема, фінансовий інжиніринг в управлінні ризиками полягає у створенні нових похідних цінних паперів, а також у комбінуванні існуючих деривативів для вирішення специфічних завдань хеджування.

В управлінні фінансами ТНК крім операцій із хеджування валютних ризиків важливе місце посідають операції із залучення довгострокового капіталу на міжнародних ринках капіталу, фінансове

планування грошових надходжень з урахуванням коливання обмінних курсів валют, розробка варіантів кредитної політики з урахуванням особливостей країн, де розміщені торговельні партнери корпорації, вироблення політики управління коштами в товарно-матеріальних запасах, що формуються в зарубіжних підрозділах.

Зарубіжні інвестиційні проекти, з одного боку, стають ризикованішими внаслідок ризику обмінного курсу і політичного ризику. З іншого боку, за рахунок міжнародної диверсифікації компанія може знизити ризик інвестиційної програми. Для того щоб урахувати вплив коливань обмінного курсу, потрібно здійснити аналіз і додати премію за ризик до вартості вітчизняного капіталу. Іноді можна здійснити хеджування коливань курсу обміну, але за довгостроковими проектами повністю це зробити складно; крім того, витрати на хеджування слід віднімати від запланованих грошових надходжень за проектом.

Фірми можуть захищати себе від ризику зміни обмінних курсів, систематично купуючи і продаючи форвардні валютні контракти.

Опціони можуть використовуватись як інструмент корпоративного управління для заохочення менеджерів компанії. Знову звернемося до досвіду США, де було започатковано механізм видання опціонів на акції компаній їх співробітникам, а в останнє десятиріччя цей механізм поширився і в європейських компаніях [21]. Менеджери компанії отримують опціони на купівлю її акцій за фіксованою ціною, яка, звичайно, значно нижча від курсової, протягом певного періоду (як правило, 5-10 років), але не раніше встановленого терміну (зазвичай не раніше як за 2 роки після його отримання).

Здебільшого опціон реалізується у вигляді премії, тобто санкціонується керівництвом компанії після досягнення поставленої мети (досягнення певного рівня дохідності фірми, отримання вищого прибутку від заданого, темп підвищення курсу акцій, результати роботи окремих підрозділів тощо). Щоб менеджери компанії могли використати свої опціони, у компанії мають бути "вільні" акції, які потрібно або викупити в акціонерів, або емітувати, що призводить до розпорошення капіталу. Цього можна уникнути, якщо застосувати іншу типову схему: співробітники отримують готівкою бонус, розмір якого залежить від підвищення курсу акцій компанії (сума бонусу дорівнює різниці між поточного вартістю акцій та встановленим фіксованим рівнем).

Запровадження опціонних схем уможливило часткове усунення суперечностей між акціонерами і менеджерами; якщо останні самі стають акціонерами (або отримують опціони на акції), їх інтереси

значно наближуються, конфлікт пом'якшується. Опціонні схеми дуже широко використовують молоді компанії, вони розповсюджують їх серед великої кількості співробітників. Власне, і великі корпорації також часто вдаються до цих методів.

Наприклад, у провідних інвестиційних банках США "Merrill Lynch" і "Morgan Stanley" службовцям належить більше половини акціонерного капіталу [21].

Важливою тенденцією інвестиційної діяльності ТНК починаючи з 70-х років XX ст. став великий ступінь інноваційності, що зумовило суттєвий вплив на природу самих корпорацій. Транснаціональні компанії виробили особливі стратегії інноваційної діяльності, основними з яких є "запозичення" і "нарощування".

Стратегія "запозичення" полягає в тому, що, залучаючи дешеву робочу силу і використовуючи частину власного науково-технічного потенціалу, ТНК освоюють виробництво продукції, яка раніше вироблялася в розвинених країнах, у слаборозвинених країнах з наступним нарощуванням. Далі уможлиблюється виконання власних науково-дослідних та дослідно-конструкторських робіт (НДДКР). Така стратегія прийнята в Китаї і країнах Південно-Східної Азії.

Стратегія "нарощування" полягає в тому, що з використанням власного науково-технічного потенціалу, залученням зарубіжних учених і конструкторів, інтегруванням фундаментальної та прикладної науки постійно створюються нові продукти, високі технології, що реалізуються у виробництві та соціальній сфері, тобто нарощуються інновації. Таку стратегію активно використовують у США, Великій Британії, Франції, Німеччині.

Багато компаній для заохочення перспективних досліджень і їх упровадження встановлюють спеціальні бонуси. Наприклад, у ТНК "Sony" розмір бонусів практично необмежений і нараховується від суми доходу, отриманого корпорацією в результаті впровадження тієї чи іншої розробки.

Транснаціональні компанії не тільки витрачають великі кошти на фінансування власних НДДКР, а й купують фірми, що досягли успіху у виробленні інноваційного продукту.

Важливою ознакою корпоративної стратегії щодо НДДКР є тісний зв'язок із стратегією управління інтелектуальною власністю, основою якої є патенти.

Отже, стратегії ТНК формуються згідно з конкурентними перевагами, які вони мають. Інтернаціональна стратегія таких компаній повинна відповідати двом основним критеріям: 1)

досягнутому рівню присутності компанії на регіональних ринках; 2) цільовій функції, яка реалізується завдяки впровадженню цієї стратегії.

Конкурентні стратегії ТНК формуються під впливом глобальних конкурентних сил, які складаються з конкуренції між продавцями, конкуренції з боку виробників товарів, сили постачальників, сили покупців. Вони можуть бути глобальними і спрямовуватися на розвиток ключових компетенцій ТНК та багатонаціональними, орієнтованими на врахування умов ведення бізнесу у приймаючій країні та потреб її національного ринку.

Стратегії ТНК корелюються з організаційною структурою компанії, вибір якої залежить від певних чинників. Провідними серед них є рівень диверсифікації діяльності компанії в різних галузях; рівень організаційно-правової та фінансово-економічної незалежності видів діяльності, що здійснюються в рамках ТНК; рівень присутності на різних регіональних ринках та види операцій, які здійснює ТНК на кожному з них.

Питання для контролю знань по темі 2.2:

1. Назвіть принципи регулювання діяльністю об'єднань підприємств.
2. Які є методи регулювання діяльністю об'єднань підприємств?
3. Які є методи виходу з кризового стану?

Приклад фрагменту тесту для самоконтролю знань (Модуль 2):

1. До інвестиційної діяльності об'єднання підприємств належить:
 - а) нарахування заробітної плати працівникам об'єднання підприємств;
 - б) погашення виданих об'єднанням підприємств векселів;
 - в) придбання цінних паперів фондового ринку;
 - г) утримання адміністративно-управлінського персоналу об'єднання підприємства.
2. До критерію ефективності інвестиційних проектів, що не враховує ризик втрати купівельної спроможності грошей, належить:
 - а) чиста теперішня вартість проекту;
 - б) індекс прибутковості;
 - в) період окупності;
 - г) середньорічний дохід.

3. Облігація - це цінний папір, який:

- а) свідчить про надання комерційного кредиту;
- б) свідчить про надання позики і гаситься за номіналом;
- в) дає право на частку майна і прибутку;
- г) зобов'язує до відповідальності за результатами діяльності підприємства.

Список використаних джерел до другого розділу

1. Лупенко Ю.О. Формування контрольних пакетів акцій акціонерних товариств//Фінанси України. – 1997. - №9.- С. 98-101.
2. Грідчіна М.В. Корпоративні фінанси (зарубіжний досвід і вітчизняна практика): Навч. посіб. – К.: МАУП, 2002. - 232с.
3. Терещенко О.О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч. посіб-ник. — К.: КНЕУ, 2003. -554 с
4. Закон України "Про господарські товариства". [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/1576-12>
5. Килячков А.А. Немецкий рынок ценных бумаг, его инструменты и индексы//Финансы и кредит. – 1999.- №8.-С. 14-20.
6. Суржик В.Г. Акціонування й управління акціонерним капіталом.//Фінанси України.-1999.-№1.-С. 82-85.
7. Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок". [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>
8. Закон України "Про депозитарну систему України". [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5178-17/page>
9. Міжнародна економіка: Навч. посібник. / Ред. Ю.Г. Козак. - Видання 2-ге персробр. та доп. - К.: Центр учбової літератури, 2008. - 1118 с.
10. Портфельне інвестування: Навч. посібник / А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева. — К.: КНЕУ, 2004. — 408 с.
11. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. – М.: Олимп-бизнес, 1997.
12. Закон України "Про обіг векселів в Україні". [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/2374-14>

13. Основы корпоративных финансов: Пер. С англ./ Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б. – М.: Лаборатория базовых знаний, 2001.- 704 с.
14. Рейтинг цінних паперів: світовий досвід та перспективи впровадження в Україні / Н.В. Приказюк // Формування ринкових відносин в Україні: Зб. наук. праць. – 2005. – Вип. 9 (52). – С. 18-22.
15. Інструкція про порядок заповнення звіту представника органу, уповноваженого управляти відповідними державними корпоративними правами в органах управління господарських товариств: Затв. Наказом Фонду державного майна України від 29.05.2000 р. N 1109. [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://www.uazakon.com/document/spart43/inx43549.htm>
16. Вітлінський В.В., Пернарівський О.В., Баранова А.В. Оцінка кредитпроможності позичальника та ризику банку // Фінанси України. – 1999.-№ 12. – С.91-103.
17. Брігхем С. Основы финансового менеджмента: Пер. с англ. – К.: Молодь, 1997, - 998 с
18. Madura J. International financial management.- 3rd. ed. – N.Y.: West Publishing, 1992.- 728 p.
19. Панченко Є.Г. Міжнародний менеджмент: Навч.-метод. посіб. для самост. вивч. дисц. - Вид.2-ге, без змін. - К.: КНЕУ, 2006. - 468с.
20. Сысолина Н.П. Финансовые аспекты регулирования деятельности объединений предприятий//Держава та ринок: стратегія внутрішнього розвитку промислових регіонів: Матеріали всеукраїнської науково-практичної конференції.- Маріуполь: Вид-во ПДТУ, 2006. – С. 145-148.
21. Тарнавский В. Управляющие становятся акционерами//Рынок капитала. – 1999.- №22. – С. 29-30.

РОЗДІЛ III. ВИДИ ОБ'ЄДНАНЬ ПІДПРИЄМСТВ ТА ЇХ СПЕЦИФІКА

3.1. ХОЛДИНГОВА ОРГАНІЗАЦІЯ ОБ'ЄДНАНЬ ПІДПРИЄМСТВ

Основні поняття: холдинги, конгломерати, банківські холдинги

3.1.1. Холдингові компанії в ринковій економіці

Холдинг (від англ. to hold — держати) це компанія, яка володіє контрольними пакетами акцій інших підприємств з метою здійснення по відношенню до них функцій контролю і управління.

В світовій практиці холдингові компанії (ХК) — не перш за все, фінансові центри, навколо яких об'єднуються окремі компанії, не втрачаючи при ньому своєї комерційної самостійності. На сьогодні практично всі найбільші корпорації США і Західної Європи мають у своєму складі фінансовий центр у вигляді холдингової компанії.

Перевага холдингових структур пояснюється достоїнствами централізованого фінансово-економічного управління ланцюгами технологічно пов'язаних підприємств, у тому числі зі зниженням ризиків інвестицій і взаємних поставок, економією трансакційних витрат, ростом можливостей фінансового і податкового маневрування та ін.

Найбільша активність у створенні холдингових компаній характерна для США: вже у кінці 20-х років із 513 найбільших американських корпорацій, акції котрих котирувались на Нью-Йоркській фондовій біржі, 487 характеризувались наявністю холдингових відносин. До середини 80-х років в США було зареєстровано більше 6000 холдингів і 35,5 тис. їх відділень, що контролюють активи на суми, які перевищують 2200 млрд. дол. [1]. Одна з найбільших і найстаріших компаній «British Petroleum», створена у 1901 році як англо-перська нафтова компанія з виробництва, перевезення і продажу нафти, газу, хімічних продуктів, пластмас та мінеральної сировини, стала холдингом ще в 1954 році. Тепер у її складі, поряд з промисловими, транспортні та консультативні компанії, страхове товариство. Компанія має філії та відділення у більшості країн Західної Європи та контролює діяльність більше 20 міжнародних компаній.

Потужною міжнародною холдинговою компанією є акціонерне товариство «FIAT» (Італія). Окрім фірм, які займаються виробництвом автомобілів і товарів до них, холдинг контролює кілька туристичних і транспортних фірм.

Прикладом холдингової структури є концерн «Нестле» (Швейцарія), який спеціалізується на виробництві і продажу продуктів харчування. Головний офіс компанії знаходиться в Швейцарському місті Ве́ве. В холдингу сконцентровані контрольні пакети шести основних дочірніх фірм, які є також змішаними холдинговими компаніями. Перша - «Юнілак Інк.», знаходиться у Панамі і контролює всі підприємства концерну, які розташовані у західній півкулі; друга - «Нестле продактс» розміщена у Швейцарії і здійснює контроль над дочірніми підприємствами, які знаходяться в країнах континентальної Європи; третя — «Нестле холдингс» розташована на Багамських островах. Дві останні — «Меггі ентерпрайзес» і «Фіндус інтернешнл» побудовані за галузевим принципом та координують діяльність підприємств, які випускають бульйонні концентрати і свіжоморожені продукти. Концерну «Нестле» належать 448 фабрик і промислових підприємств у більш ніж 83 країнах світу. У Групі компаній працюють понад 280 тисяч чоловік. Асортимент «Нестле» постійно розширюється і на сьогоднішній день налічує близько 8,5 тисяч всесвітньо відомих торгових марок. [2].

Холдингова компанія - добровільне об'єднання підприємств з метою управління іншими господарюючими суб'єктами за допомогою володіння контрольними пакетами їх акцій. Учасники холдингу мають досить широку економічну незалежність в оперативно-господарській діяльності.

Головна тенденція в організаційній будові холдингової компанії — посилення автономності комерційної діяльності окремих підрозділів.

Участь одних підприємств групи в інших може бути безпосередньою або ж непрямою. Частка безпосередньої участі обумовлюється часткою інвестора у статутному капіталі підприємства, в яке здійснена інвестиція. Частка непрямої участі залежить від структури мережі взаємоучасті підприємств.

Частка участі визначає роль, яку відіграє інвестор безпосередньо або непрямо у формуванні органів управління підприємства, в котрому він бере участь, а також в прийнятті рішень із найбільш важливих питань його діяльності.

В залежності від взаємозв'язків між підприємствами розділяють горизонтальну, вертикальну і змішану групи.

Для горизонтальної групи характерна безпосередня участь головного підприємства в дочірніх.

На рис.3.1 показана горизонтальна система участі. Підприємство А здійснює контроль над підприємствами В і С. Інвестор має єдиний

зв'язок з В і С. А, В і С утворюють групу. А - головне підприємство, В і С — дочірні компанії.

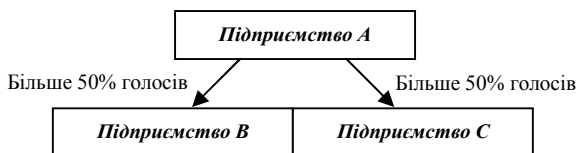


Рисунок 3.1. - Приклад горизонтальної групи

Для вертикальної групи характерна послідовна участь одних підприємств в капіталах інших.

Рис. 3.2 характеризує вертикальну систему участі. Підприємство А здійснює контроль над В; підприємство В - над С. Не дивлячись на відсутність прямих зв'язків між А і С, А контролює С (через В), і таким чином, С є дочірнім підприємством А. В даному випадку існують дві групи:

1. А, В і С (А — головне підприємство);
2. В і С (В — головне підприємство).

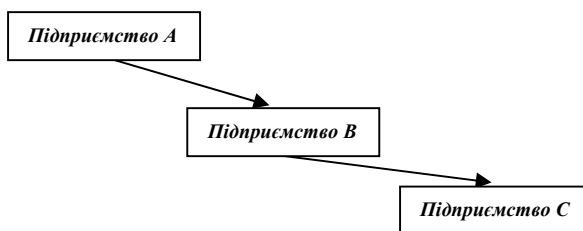


Рисунок 3.2. - Приклад вертикальної групи

Підприємство С часто називають піддочірнім підприємством.

Змішана група є результатом послідовно-паралельної системи участі підприємств.

На рис. 3.3 представлений приклад взаємозв'язків у змішаній групі. Підприємство А має панівний вплив на підприємство В, перетворюючи його в дочірнє підприємство, а також володіє акціями підприємства С, котрих недостатньо для прямого контролю останнього. Таким же чином, В володіє акціями С, що знову таки ж, недостатньо для здійснення прямого контролю над С. Проте, якщо приєднати голоси підприємствами А (16%) до голосів підприємства В (35%), то в результаті А контролює 51% голосів підприємства С. Отже,

А має панівний вплив на підприємство С, як є дочірнім по відношенню до А.

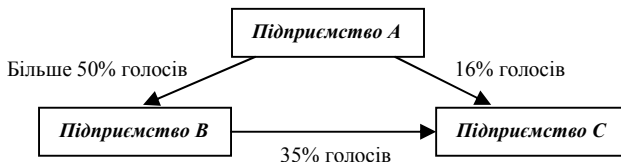


Рисунок 3.3. - Приклад змішаної групи

Здійснення фінансових інвестицій холдингом в акції підприємств передбачає отримання для нього певних економічних вигод, (дивідендів, встановлення контролю та ін.). Розмір таких інвестицій є критерієм наявності контролю у інвестора по відношенню до підприємства, в котре здійснені фінансові інвестиції, та визначає статус останнього.

Якщо підприємство володіє більше 50% акцій іншого підприємства, то інвестор здійснює контроль за діяльністю об'єкта інвестування, який розглядається як дочірнє підприємство. Контроль визначається як право здійснення вирішального впливу на фінансову, господарську і комерційну політику підприємства з метою одержання вигод від його діяльності.

Дочірнє підприємство це підприємство, яке перебуває під контролем материнського (холдингового) підприємства.

Підприємство, в якому інвестору належить блокувальний (більше 25%) пакет акцій (голосів) і яке не є дочірнім або спільним підприємством інвестора є асоційованим підприємством.

Вважається, що інвестор не має можливості контролювати діяльність асоційованого підприємства, а здійснює на неї суттєвий вплив. Суттєвий вплив - це повноваження брати участь у прийнятті рішень з фінансової, господарської і комерційної політики об'єкта інвестування без здійснення контролю цієї політики.

Таким чином, на відміну від відносин типу головне-дочірнє підприємства, суттєвий вплив головного підприємства групи на діяльність асоційованого товариства не означає, що перше має можливість визначати рішення, що приймаються іншим.

Як, правило, найбільш вагомими мотивами створення холдингових компаній у країнах з розвинутою економікою є такі:

- придбання контролю над підприємствами;
- консолідація діяльності групи підприємств з метою зменшення податкових платежів. Це досягається шляхом укладення угод між підприємствами, відповідно до яких їх прибутки чи збитки

переводяться безпосередньо до холдингової компанії, що дозволяє холдингу враховувати збитки одного підприємства та прибутки іншого для сплати податку з решти частини прибутку;

- залучення додаткових виробничих потужностей у результаті поглинання підприємств та створення єдиної корпорації;

- проникнення через холдинг в інші сфери виробництва і збуту товарів;

- проведення загальної технічної, економічної, кадрової політики та здійснення контролю за дотриманням спільних інтересів підприємств.

Структуру холдингу представлено на рис. 3.4. До складу холдингу входять:

- 1) головне підприємство, яке здійснює контроль і управління дочірніми підприємствами

- 2) дочірні підприємства, контрольними пакетами яких володіє головне підприємство;

- 3) асоційовані підприємства, вкладення в які не дозволяють головному підприємству повністю контролювати їх і визначати основні напрямки фінансово-господарської діяльності;

- 4) підприємства, вкладення в які не дають права участі в управлінні;

- 5) інші господарські суб'єкти.

З юридичної точки зору холдинг — це об'єднання з частковою правоздатністю. Підприємства, що перебувають під контролем холдингу не втрачають своєї юридичної самостійності, а холдингова компанія, як сукупність організацій, не набуває статусу юридичної особи. Разом з тим, існує економічна залежність підприємств холдингу. Це проявляється у тому, що дії учасників визначаються волевиявленням головного підприємства.

На практиці серед материнських компаній відомі два основних види ХК — чисті й змішані. Чистий холдинг створюється з метою фінансового контролю і управління по відношенню до дочірніх підприємств. Змішаний здійснює, крім цього, підприємницьку діяльність — промислову, торговельну, транспортну, кредитно-фінансову. Змішані холдинги є прикладом материнських компаній сучасних концернів — багатогалузевих об'єднань організаційно пов'язаних між собою підприємств, і конгломератів — концернів, що характеризуються значною диверсифікацією і послабленням функціональних зв'язків між підприємствами, що входять до нього.



Рисунок 3.4. - Структура холдингового об'єднання [3]

До основних типів холдингових компаній відносять:

- холдинги, створені на основі об'єднання промислових підприємств;
- конгломерати, які формуються на основі поглинання підприємств різноманітної виробничої та комерційної діяльності;
- банківські холдинги;
- холдинги у системі фондів.

Створення інвестиційних фондів, які скуповують акції різних підприємств, що дає можливість засновникам і керівникам цих фондів контролювати такі підприємства.

Останнім часом спостерігається кількісне зростання чистих холдингів, які об'єднують різноманітні фінансові установи (банки, інвестиційні та страхові компанії), а також інші фірми у фінансові або інші групи.

Банківська холдингова компанія та компанія з надання допоміжних послуг, яка має спільного контролера з учасниками банківської групи, входять до складу банківської групи. За українським законодавством (ст. 2. Закону України «Про банки і банківську діяльність» із змінами від 02.08 2014 року) банківська група – група юридичних осіб, які мають спільного контролера.

Банківська холдинг-компанія (ХК) — це фінансова холдингова компанія, в якій переважною діяльністю фінансових установ, що є її дочірніми та асоційованими компаніями, є банківська діяльність [4]. З

точки зору володіння активами інших банків і здійснення операцій з цінними паперами останніх, можна виділити два види холдингів: І портфельні та інвестиційні. Портфельні банківські ХК володіють акціями і контролюють діяльність інших банків і компаній; інвестиційні банківські ХК, крім вищезазначених функцій, також здійснюють управління портфелем цінних паперів придбаних банків і компаній.

Холдингова форма дозволяє банкам здійснювати вливання їх капіталу в промислово-виробничу сферу і соціальну інфраструктуру. Завдяки удосконаленню управління банківською діяльністю банківські ХК мають більш широкі можливості акумулювати капітал і проводити більш ризиковані операції. В умовах конкуренції банківські ХК створюють можливості диверсифікації портфелю, досягаючи різноманітності компонентів своїх активів. Це дозволяє знизити процентну ставку за кредитами, а за депозитами — підвищити, забезпечуючи сприятливі умови для залучення тимчасово вільних коштів банків і заощаджень підприємств, фізичних осіб, розширення інвестиційної діяльності.

Материнському банку банківської холдингової компанії має належати не менше 50 відсотків акціонерного капіталу або голосів кожного з інших учасників групи, які є його дочірніми банками. Дочірній банк не має права володіти акціями материнського банку. У разі, якщо дочірній банк набув право власності на акції материнського банку, він зобов'язаний відчужити їх у місячний термін.

Банківські холдингові групи дозволяється створювати лише за умови, що угода про їх створення передбачає покладання на головний банк групи додаткових організаційних функцій стосовно банків — членів групи, а також створення системи управління спільною діяльністю. Банківський нагляд за діяльністю банківської холдингової групи здійснюється на індивідуальній та консолідованій основі.

Материнський банк банківської холдингової компанії відповідає за зобов'язаннями своїх членів у межах внеску в капіталі кожного з них, якщо інше не передбачено законом або угодою між ними.

При виборі країни для створення дочірнього підприємства, як правило, враховується, чи надає ця країна певні пільги для іноземних інвесторів. У зв'язку з цим можна виділити такі групи країн:

- 1) країни, де встановлені спеціальні правила і пільги для здійснення іноземних інвестицій;
- 2) країни з «помірною» системою оподаткування;
- 3) офшорні зони.

Прикладом першого типу країн є Угорщина, в якій відповідно до Закону про оподаткування товариств (від 1996 р. зі змінами і доповненнями) передбачені інвестиційні пільги, особливо в пріоритетних районах і створених підприємницьких зонах. Так, наприклад, якщо іноземні інвестиції спрямовані на виробництво продукції, були обсягом не менше 1 млрд. форинтів і вкладені після 31.12.1995 р. надавалася пільга на податок з прибутку у розмірі 50% протягом 5 років, наступних за роком пуску інвестиції в експлуатацію. Якщо ж іноземна інвестиція була здійснена у підприємницьку зону (наприклад, Захонську підприємницьку зону) в розмірі 3 млрд. форинтів і забезпечувала зайнятість не менше 100 чоловік, то такі інвестори звільнялися від оподаткування протягом 10 років [3].

Враховуючи такий фактор, Угорщина суттєво випереджає інші сусідні країни і займає перше місце як за обсягами зовнішньоекономічного обороту, так і за кількістю спільних підприємств регіону. Інвестиції України в економіку Угорщини за 2000 р. склали 823,42 тис. дол. США, в основному в транспортну галузь.

До другої групи країн відносяться країни, в котрих при досить значному рівні податку на прибуток застосовується система спеціальних податкових пільг, наприклад, щодо механізму переведення доходів і репатріації прибутків. Прикладами країн з «помірною» системою оподаткування є Австрія, Данія, Греція, Швейцарія, Нідерланди, Ірландія. Для цих країн характерні ліберальні валютні і митні режими.

При виборі місця створення дочірньої компанії з «помірною» системою оподаткування, необхідно враховувати специфіку діяльності потенційного дочірнього підприємства, тому що у різних країнах свої переваги з податкових пільг до певних видів діяльності.

Так, для Нідерландів характерним є наявність пільг, які надаються фінансовим та інвестиційним компаніям. Зокрема, доходи холдингових компаній, що надходять від дочірніх фірм у вигляді дивідендів, податком не обкладаються. Заснування великих фірм з великими обсягами зовнішньоторговельних операцій доцільне у Швейцарії. В Ірландії доцільно розмішувати дочірні підприємства з проведення науково-дослідних та дослідно-конструкторських робіт, особливо у тих випадках, коли є можливість отримати конкурентоздатні науково-технічні результати. Це пов'язано з тим, що доходи від використання патентів на винаходи, створені в Ірландії, на

території цієї країни звільняються від податків. Порівняльна характеристика деяких країн цієї групи наведена у додатках.

Третя група країн — це країни, розташовані в офшорних зонах, у котрих максимально спрощений порядок реєстрації юридичних осіб і практично відсутні податки на прибуток. Прикладом офшорних зон є Британські Віргінські острови, Багамські острови, острів Мен, Панама, Коста-Ріка, Ліхтенштейн, Монако та інші. Хоча формування підприємств в офшорних зонах асоціюється з відмиванням тіньового капіталу, створення дочірніх компаній в офшорних зонах є ефективним механізмом фінансових інвестицій, особливо коли йдеться про фінансування транснаціональних проектів, сконцентрованих в одній галузі промисловості.

В офшорних зонах відсутні обмеження на вивезення валюти. Фірми можуть вільно відкривати депозити у будь-якій валюті у будь-яких банках. Вони мають право здійснювати і отримувати платежі в будь-якій валюті без якихось обмежень. Від фірм, розташованих в офшорних зонах, не вимагається надання бухгалтерських звітів та податкових декларацій. Єдиною формою звітності є щорічний фінансовий звіт.

3.1.2. Організаційно-правові основи холдингової організації в Україні

Холдинг - це специфічне об'єднання підприємств будь-якої організаційно-правової форми. Найчастіше холдинг представляє собою акціонерне товариство, тому керування ним, як і будь-яким акціонерним товариством, здійснюється через збори акціонерів, раду директорів, виконавчу дирекцію [5]. Однак для холдингових структур основні акціонери чітко визначені і саме вони здійснюють (через апарат керування) керування всією групою підприємств холдингу.

Економічна база для заснування холдингових компаній в Україні почала створюватися у процесі акціонування і приватизації великих державних підприємств і об'єднань. Законодавчим підґрунтям процесів створення холдингових компаній став Указ Президента України «Про холдингові компанії, що створюються в процесі корпоратизації та приватизації» від 19.05.1994 року (втратив чинність з 29.07.2007 р.). Фактично заснування холдингових компаній в Україні розпочалось у 1995 році.

Холдингові компанії можуть утворюватися: органами, уповноваженими управляти державним майном, державними органами приватизації самостійно або разом з іншими засновниками шляхом об'єднання у статутному капіталі холдингових

корпоративних пакетів акцій (часток, паїв) та іншими суб'єктами на договірних засадах.

Холдингові компанії утворюються за умови попереднього отримання дозволу відповідного органу Антимонопольного комітету України або Кабінету Міністрів України на концентрацію, узгоджені дії суб'єктів господарювання. Проекти установчих документів холдингових компаній, які утворюються за умови отримання зазначеного дозволу, підлягають погодженню з відповідним органом Антимонопольного комітету України.

Найменування "холдингова компанія" ("державна холдингова компанія") та утворені на його основі словосполучення можуть використовуватися лише тими суб'єктами господарювання, установчі документи та діяльність яких відповідають вимогам цього Закону.

Державна холдингова компанія - холдингова компанія, утворена у формі акціонерного товариства, не менш як 100 відсотків акцій якого належить державі.

Інші суб'єкти господарювання не мають права використовувати у своїх найменуваннях такі словосполучення і не підлягають державній реєстрації за таким найменуванням.

Холдингова компанія набуває статусу юридичної особи з дня її державної реєстрації в Державному реєстрі холдингових компаній України, який є невід'ємною частиною Єдиного державного реєстру юридичних осіб та фізичних осіб - підприємців.

Державна реєстрація холдингових компаній проводиться державним реєстратором у порядку, встановленому Кабінетом Міністрів України відповідно до Закону України "Про державну реєстрацію юридичних осіб та фізичних осіб - підприємців" (Закон України «Про державну реєстрацію юридичних осіб та фізичних осіб – підприємців» від 11.08.2013) та інших нормативно-правових актів [6].

На Україні холдингові компанії створюються в процесі корпоратизації та приватизації підприємств. Питання створення, функціонування та ліквідації холдингових компаній регулюються відповідно до чинного законодавства України. Так, відповідно до Положення про холдингові компанії, що створюються в процесі корпоратизації та приватизації, холдингові компанії можуть створюватися в результаті:

- заснування їх органами, уповноваженими управляти державним майном, державними органами приватизації самостійно або разом з

іншими засновниками, способами, передбаченими цим Положенням, і шляхом поєднання цих способів:

- поглинання одного господарюючого суб'єкта іншим (придбання контрольного пакета акцій) у процесі приватизації. При цьому поглинутий об'єкт називається дочірнім підприємством.

Холдингові компанії можуть бути дочірніми підприємствами інших холдингових компаній. Холдингову компанію створюють у формі відкритого акціонерного товариства шляхом об'єднання у статутному фонді контрольних пакетів акцій дочірніх підприємств та інших активів. Дочірнє підприємство не може володіти паями, акціями, іншими цінними паперами холдингової компанії у будь-якій формі.

Створення холдингових компаній у процесі корпоратизації та приватизації не допускається в таких галузях:

- торгівля товарами народного споживання та продукцією виробничо-технічного призначення;
- виробництво та переробка сільськогосподарської продукції;
- громадське харчування та побутове обслуговування населення;
- автомобільний транспорт (крім підприємств, що виконують переважно міжнародні перевезення).

Не допускається створення холдингової компанії, якщо вона та її дочірні підприємства або два і більше дочірніх підприємств реалізують взаємозамінні товари (роботи, послуги) та їхня сукупна частка на відповідному загальнодержавному або регіональному ринку перевищує 35 відсотків.

В Україні холдингові компанії почали створюватись одночасно з приватизаційними процесами; їх діяльність регулюється відповідними законодавчо-нормативними документами [1, 5].

Незважаючи на той факт, що холдинг не має загальновизнаного визначення, проте всі холдинги мають специфічні ознаки. До них належать юридично-структурно-організаційні і функціональні ознаки підприємницької політики. Для холдингу як юридичне самостійної форми керівництва об'єднанням підприємств це означає, що правове відокремлення однієї чи, як правило, кількох структур, що входять до об'єднання, водночас завжди пов'язане також з правовим відокремленням вищої ланки керування.

В Україні можуть створюватися і фінансові холдингові компанії, які складаються переважно або виключно з установ, що надають фінансові послуги, причому серед них має бути щонайменше один банк, і материнська компанія має бути фінансовою установою.

Державні ХК створюються у галузях, що є природними монополіями (газова промисловість, електроенергетика та ін.). В державних холдингах державі, як правило, належить увесь капітал - націоналізований, і заново створений.

Державно-приватні холдинги - де держава бере участь в акціонерному капіталі приватних підприємств. В таких холдингах держава може володіти значною (більше 50%) частиною пакету акцій компаній і, як правило, здійснювати контроль за їх діяльністю.

Основними способами створення ХК є:

- передавання контрольних пакетів акцій дочірніх підприємств ХК;
- поглинання одного господарського суб'єкта іншим шляхом придбання контрольного пакету акцій.

При цьому холдингові компанії можуть створюватися шляхом:

- заснування холдингу на базі існуючого підприємства чи існуючого підрозділу;
- формування холдингової компанії на базі колишньої чи існуючої управлінської структури;
- створення холдингової компанії як нового господарського суб'єкта.

Перший варіант має досить суттєві переваги перед двома іншими, оскільки удадому випадку немає обмежень на розміри контрольних пакетів акцій дочірніх підприємств, що передаються у статутні фонд холдингової компанії. При ньому роль останньої буде виконувати одне із підприємств, які складають холдингову групу.

При другому варіанті в холдинг перетворюється орган управління (або «постміністерська структура», що виникла на його місці — концерн, корпорація і т. д.), а підлеглі йому господарські суб'єкти стають дочірніми підприємствами. Холдингові компанії, створені на базі управління, об'єднують, як правило, підприємства однієї галузі, які виробляють подібну продукцію, а тому менш стійкі чи менш ефективні, до того ж представляють небезпеку з точки зору монополізації ринків.

Третій варіант має свої особливості. По-перше, у холдингову компанію об'єднуються підприємства різних галузей. По-друге, вона виникає як новостворений суб'єкт, статутний фонд якого формується виключно за рахунок акцій дочірніх підприємств.

Аналіз створення ХК в Україні дозволив виділити такі мотивації їх заснування:

- холдинг створюється за ініціативою підприємства на його базі при виділенні структурних одиниць у самостійні юридичні особи або при поглинанні одного іншим;

- холдинг створюється за ініціативою групи підприємств чи об'єднання підприємств. Тут визначаються холдингові компанії, дочірні і асоційовані підприємства та акціонери холдингу;

- холдинг створюється за ініціативою державних органів управління.

Заснування холдингових компаній в Україні відбувається за згодою Антимонопольного комітету України, який вирішує, чи не приведе холдингова компанія, що створюється, до монополізації певних ринків або обмеження конкуренції на них. При цьому в першу чергу береться до уваги тип інтеграції: вертикальний, горизонтальний чи конгломератний.

При вертикальній інтеграції в холдингову групу об'єднуються підприємства, що працюють в єдиному технологічному ланцюгу.

Наприклад, в Україні планується створення вертикально-інтегрованої компанії на базі АТ «Укрнафта» і АТ «Укртатнафта». Суть цієї ініціативи полягає у створенні виробничого ланцюга за схемою «видобуток нафти — переробка — збут нафтопродуктів» в рамках єдиної структури.

Прикладом вертикальної інтеграції є структура російського «Суал-холдингу» (рис. 3.5.), який разом із холдинговою компанією «Російський алюміній» контролює алюмінієву промисловість Росії [7].

Горизонтальна інтеграція - коли до складу ХК входять підприємства, об'єднані за одним профілем.

Горизонтальна інтеграція підприємств представлена на прикладі структури акціонерної холдингової компанії «Укрнафтопродукт». Усі її дочірні підприємства здійснюють придбання і реалізацію нафти та нафтопродуктів на території України та за кордоном (рис. 3.6.).

Конгломератний тип інтеграції передбачає об'єднання підприємств, не пов'язаних між собою технологічними і коопераційними зв'язками і таких, то працюють у різних галузях (наприклад, фінансовий сектор; гірничорудна промисловість; металургія; експортно-імпорتنі операції).

Для заснування холдингу визначено певний пакет проектної документації щодо обґрунтування доцільності створення. При цьому необхідно забезпечити дотримання таких умов:

- економічна та організаційно-господарська доцільність створення холдингу (наприклад, при створенні на базі групи підприємств — наявність технологічної вертикалі тощо);

- наявність проектної документації та її відповідність вимогам Антимонопольного комітету, Міністерства економіки, Фонду державного майна та Міністерства фінансів України;
- наявність або ініціатива групи або особи, яка б займалась виключно питаннями створення холдингів.

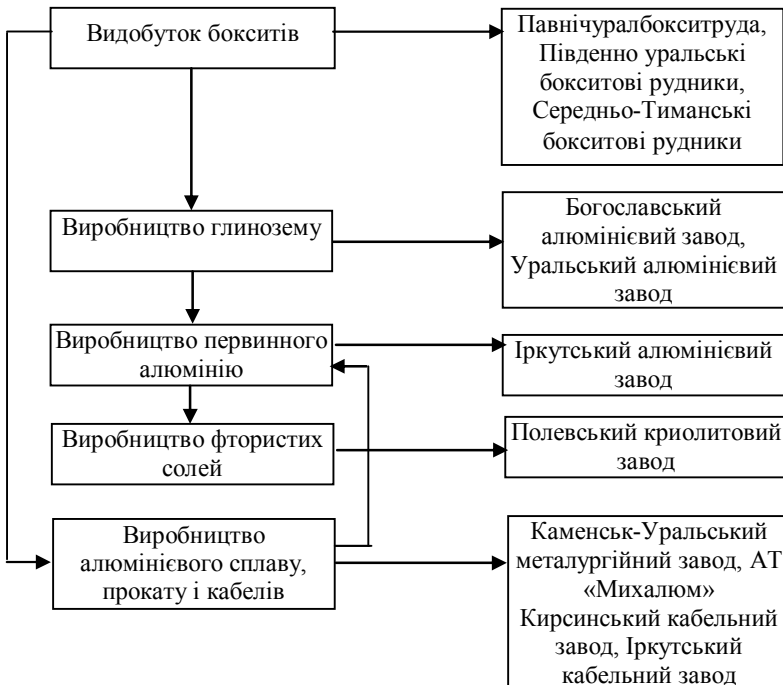


Рисунок 3.5. - Структура вертикально-інтегрованої компанії «Суал-холдинг» [3]

Узагальнюючи, слід зазначити, що особливість холдингових компаній в Україні полягає у тому, що вони створені в основному в процесі корпоратизації та приватизації великих підприємств. Проте на сьогодні посилюється тенденція до створення недержавних об'єднань унаслідок природних інтеграційних процесів концентрації виробництва і капіталу. За своєю організаційною структурою ці об'єднання відповідають критеріям холдингів. Прикладом може бути концерн «Правекс», який входить у десятку найбільших українських банків і має 90 філій і відділень в усіх регіонах України.

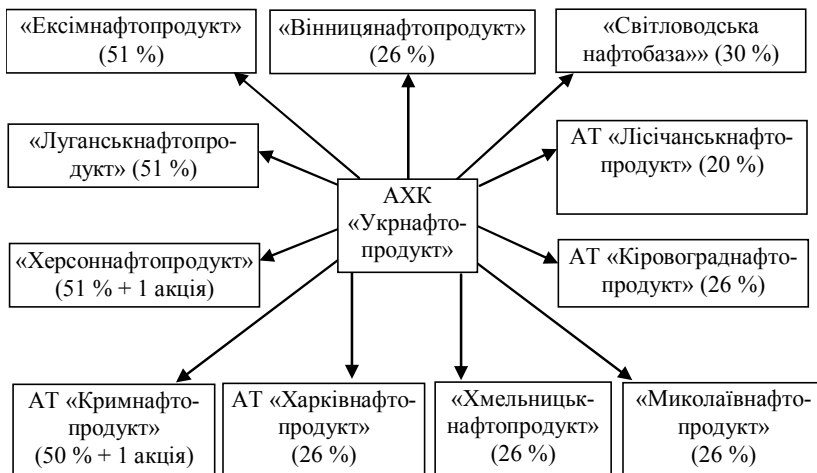


Рисунок 3.6. - Структура АХК «Укрнафтопродукт» [3]

Міжнародна інтеграція господарських зв'язків та економічні перетворення в Україні створили передумови для розширення зарубіжної підприємницької діяльності вітчизняних підприємств. Створення зарубіжних господарських одиниць забезпечує додаткові можливості для збільшення обсягів зарубіжного інвестування та інших видів зовнішньоекономічної діяльності.

Вітчизняні суб'єкти господарської діяльності можуть створювати за межами України такі господарські одиниці: відділення, представництва, філії, спільні, асоційовані і дочірні підприємства.

Відділення - це зарубіжне підприємство, яке є частиною підприємства - експортера;

Представництво - структурна одиниця вітчизняного підприємства, яка не здійснює господарської діяльності, а займається посередництвом, підготовкою угод, контрактів і виконує завдання, пов'язані з контрактами між партнерами;

Філія - це підрозділ вітчизняного господарського суб'єкта, зареєстрований як окрема фірма без права юридичної особи для здійснення торговельних або інших операцій;

Спільне підприємство - це підприємство, створене на основі об'єднання капіталів резидента і нерезидента для здійснення спільної фінансово-господарської діяльності, управління і розподілу прибутків пропорційно вкладеному капіталу;

Асоційоване підприємство - підприємство, в статутному капіталі якого частка інвестора становить від 20 до 50%;

Дочірнє підприємство - підприємство, в статутному капіталі якого частка інвестора становить від 50 до 100%.

Перевага інвесторів створювати за межами України асоційовані і дочірні підприємства обумовлена можливістю набуття контролю над ними, що передбачає здійснення вирішального впливу на фінансову, господарську і комерційну політику з метою отримання прибутку від їх діяльності.

Створення дочірніх підприємств резидентів України за її межами може здійснюватися такими шляхами:

1) заснування дочірнього підприємства шляхом майнових і грошових внесків;

2) придбання діючого іноземного підприємства;

3) придбання пакетів акцій іноземних підприємств.

Будь-які з цих дочірніх підприємств виконують функції по забезпеченню основних зовнішньоекономічних операцій материнського підприємства.

Здійснення майнових інвестицій і у вигляді грошових коштів, у тому числі й у дочірні підприємства за межі України, підлягає ліцензуванню відповідно до Положення про порядок видачі індивідуальних ліцензій на здійснення резидентами майнових інвестицій за межами України, затвердженого постановою КМУ від 19.02.1996 р. № 229 та Інструкції про порядок видачі індивідуальних ліцензій на здійснення інвестицій за кордон, затвердженої постановою Правління НБУ від 16.03.1999 р. № 122.

Для отримання індивідуальної ліцензії на здійснення майнових інвестицій резиденти подають до Міністерства економіки України такі документи:

- лист-звернення з обґрунтуванням необхідності здійснення майнових інвестицій за межі України;

- нотаріально засвідчену копію свідоцтва про державну реєстрацію суб'єкта підприємницької діяльності;

- нотаріально засвідчену копію установчих документів юридичної особи;

- згоду відповідних органів державної виконавчої влади, якщо за кордон інвестується майно, що перебуває у державній власності;

- довідку банківської установи, в якій відкрито рахунок резидента;

- документ, який підтверджує вартість майнових цінностей в іноземній конвертованій валюті на основі цін міжнародних ринків;

- документ, що підтверджує внесення плати за видачу індивідуальної ліцензії;

- документи, що свідчать про реєстрацію підприємства в країні місцезнаходження та їх установчі документи.

Для здійснення інвестиції за кордон у вигляді грошових коштів резиденти подають до обласного управління Національного банку України за місцем державної реєстрації такі документи:

- лист-звернення на ім'я Голови Національного банку України із зазначенням мети, строків та суми інвестиції;

- нотаріально засвідчену копію свідоцтва про державну реєстрацію суб'єкта підприємницької діяльності;

- нотаріально засвідчену копію установчих документів юридичної особи;

- згоду відповідного міністерства, іншого центрального органу виконавчої влади, уповноваженого управляти державним майном, що належить державі, на здійснення резидентом інвестиції (для підприємств з частковою або повною державною формою власності);

- нотаріально засвідчені копії угод (контрактів) резидентів з іноземними партнерами про здійснення резидентами інвестиції;

- копію документа про реєстрацію об'єкта інвестиції за кордоном (витяг із торговельного, банківського реєстру тощо) та його установчих документів;

- відомості про назву банк-нерезидента та його місцезнаходження, реквізити розрахункового рахунку, на який здійснюватиметься переказ валютних коштів;

- документ, що підтверджує внесення плати за видачу ліцензії.

Вимоги до здійснення резидентами іноземних фінансових інвестицій у зарубіжні дочірні підприємства такі:

- фінансові інвестиції можуть здійснюватися лише за рахунок власних коштів, а за рахунок кредитів банків, у тому числі іноземних, забороняється;

- інвестиції резидентів України повинні здійснюватися лише у безготівковій формі і виключно через кореспондентські рахунки уповноважених банків України в банках країни-реципієнта;

- всі надходження від іноземних інвестицій на користь резидентів повинні бути зараховані на валютні рахунки резидентів в уповноважених банках після сплати всіх податків відповідно до законодавства країни, що приймає інвестиції, про що офіційно інформується уповноважений банк і податкова адміністрація;

- прибуток, отриманий резидентами за кордоном, підлягає обов'язковому декларуванню.

Основними типами дочірніх фірм, які створюються за кордоном українськими підприємствами, є:

1) торговельно-посередницькі. Заснування таких підприємств дозволяє максимально наблизити пропозицію товарів до ринку збуту;

2) виробничі (ремонтні, збірні, сервісні та ін.) підприємства, які призначені для перенесення частини виробничо-збутового циклу за кордон з метою адаптації експортованого товару до вимог зовнішніх ринків;

3) підприємства зі спільної реалізації інвестиційних проектів за участю іноземних партнерів, будівництво об'єктів в інших країнах;

4) підприємства інвестиційного профілю. Виступають однією із найбільш перспективних сфер застосування зарубіжних дочірніх фірм. Такі дочірні компанії можуть ефективно вкладати кошти в іноземні банки, акції та інші цінні папери зарубіжних підприємств, нерухомість;

5) фінансові дочірні підприємства. Акумулюють ресурси, призначені для подальшого інвестування, а також для репатріації капіталу в Україну та інші.

Питання для контролю знань з теми 3.1:

1. Які організаційно-правові основи холдингової організації Ви знаєте?

2. У чому полягає організаційно-управлінська структура холдингу?

3. Які є типи холдингових компаній?

4. У чому є особливості створення холдингових компаній в Україні?

3.2. ОРГАНІЗАЦІЙНО-УПРАВЛІНСЬКІ СТРУКТУРИ ОБ'ЄДНАННЯ ПІДПРИЄМСТВ

Основні поняття: *департаментизація, унітарні структури, холдингові структури, мальтдивізіональні структури.*

3.2.1. Основні засади організаційно-управлінських структур об'єднань підприємств

Організація - це засіб для досягнення певної мети. Інституціональне оформлення цієї взаємодії відбивається в структурі, з одного боку, а з іншого – у внутрішньо організаційних процесах, що забезпечують функціонування об'єднання підприємств або їх структурних одиниць у часі і просторі, тобто забезпечують досягнення поставленої мети і адекватного реагування на зміну середовища, а саме: упорядкованість, координація і регулювання.

В структурному відношенні будь-яка організація являє собою безліч пов'язаних між собою і особливим чином упорядкованих елементів, які є цілісними у взаємодії з навколишнім середовищем.

Основою упорядкування виступає розподіл праці: горизонтальний – відокремлення етапів робіт, що послідовно виконуються (закупівлі сировини, виробництво товару і його реалізація); вертикальний – розподілення робіт по рівнях ієрархії, що передбачає не тільки координацію, але і субординацію, тобто систему підпорядкування нижчого рівня вищому.

Горизонтальна організаційна структура застосовується нині як на головному підприємстві, так і на зарубіжних філіях та дочірніх підприємствах. Відносини з філіями дедалі частіше будуються на принципі децентралізації управління, хоча ще в 70-х роках багато великих міжнародних компаній сповідували розповсюдження принципу абсолютного панування "центра у прийнятті рішень" на зарубіжні філії. Та обставина, що закордонна філія змушена рахуватися з наказами країни, в котрій вона знаходиться, нічого не змінює по суті в цих ділових відносинах". Таку ж позицію займали корпорація IBM та ін. В 90-і роки ТНК ("Дженерал Моторс", "Стандарт Ойл", "Дюпон" та ін.) віддають перевагу децентралізованим та горизонтальним структурам. І сучасна теорія управління, узагальнюючи їх досвід, підсумовує: "Основне правило для будь-якої організації полягає в тому, щоб залучати найменше число рівнів управління і створювати найкоротший ланцюг команд".

Сучасним методом розширення виробництва стало не створення підрозділів всередині структури головного підприємства, а створення

філій та дочірніх підприємств, які мають високий ступінь самостійності. Можливість отримувати економію на масштабах виробництва вже значно поступається ефективності роботи людей в рамках невеликих груп. Встановлено, наприклад, що продуктивність праці в групі чисельністю менше 500 чоловік на 50% вища, ніж в групі 4500 чоловік. Немаловажне значення має і те, що невеликі підприємства вимагають менших обсягів інвестицій і, отже, меншого інвестиційного ризику. В групі понад 500 чоловік, що діють під одним дахом, набагато більше проблем і конфліктів, ніж в менших за чисельністю підрозділах.

ТНК дедалі більше набувають форми організації конгломеративного типу - складаються з основної фірми та філій, дочірніх компаній. З'явилась система "центрів прибутку" ("Profit Centres"), яка набрала досить широкого розповсюдження в країнах Західної Європи, де головним напрямком конкуренції стало не збільшення обсягу продажів, а отримання необхідного прибутку. Суть цієї системи полягає в тому, що фірма фактично розпадається на певне число субпідприємств, котрі самостійно виготовляють продукцію, купують необхідні для її виробництва сировину та матеріали і незалежно від інших відділів продають продукцію. Кожне з підприємств повністю відповідає за прибутки і збитки, повністю фінансує свою діяльність, вступає на комерційній основі в партнерські відносини з будь-якими організаціями.

Розглянемо цю систему на прикладі діяльності австрійського підприємства "Трайбахер хеміше верке", одного з провідних виробників феросплавів та абразивів на Заході.

Керівництво даного підприємства складається з двох членів правління — технічного та комерційного директорів. Комерційний директор одночасно є головою ради директорів.

Для консультування керівництва з питань загального для підприємства інтересу існують два штаби: один з проблем планування, другий - із загальних проблем, маркетингу, а також з проблем, пов'язаних із закордонними філіями даного концерну та іноземними представниками.

Всі основні функції на підприємстві виконують "центри прибутку". Наприклад, "центр прибутку з феросплавів" має своїх технічного та комерційного керівників. Технічний керівник займається виробництвом, пов'язаним з феросплавами

Комерційне керівництво цього "центру прибутку", опираючись на підтримку технічного керівництва, купує сировину і займається збутом.

Поряд з "центром прибутку" на підприємстві існує ще ряд відділів, які займаються загальними питаннями. До їх числа відноситься і бухгалтерія, відділ закупівлі, котрий, однак, закуповує товари і сировину, просто необхідні для діяльності підприємств в цілому: паливо, канцелярські приналежності і т. ін. Є також транспортний відділ, відділ досліджень, юридичний відділ, відділ кадрів. "Центри прибутку" працюють досить самостійно, можуть швидко реагувати на зміни ринку. Співробітники, кожного "центру прибутку" уважно стежать за реалізацією прибутку. До порад вищого керівництва вони вдаються лише в особливих випадках.

Чим більше кількість відносно самостійних підрозділів, тим важче йдуть процеси координації їх діяльності.

Це протиріччя можна вирішити процесом групування, що отримало назву „департаментизація” (рис. 3.7).

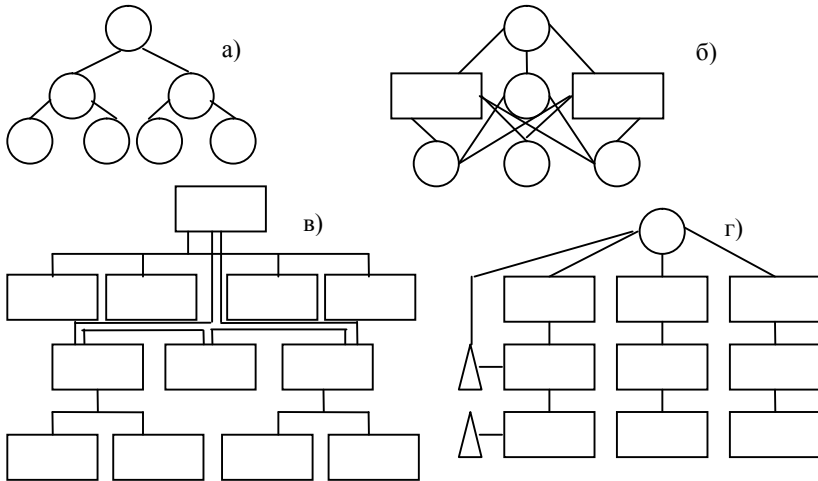


Рисунок 3.7. - Департаментизація: а - лінійна, б - лінійно-функціональна, в - дивізійна, г - матрична

Лінійна – використовується для розподілення однотипних робіт.

Функціональна – передбачає групування робіт і працівників навколо, як правило, однотипних ресурсів (в чистому виді зустрічаються рідко, частіш за все сполучається з лінійною). Такі структури можуть бути відносно процесу або технології.

Дивізійна – це варіант складної похідної від лінійної і функціональної. Її сутність передбачає: по-перше, значні за

масштабами лінійні підрозділи, які достатньо самостійні і автономні, по-друге, створення в лінійних підрозділах функціональних служб. Дивізіональна департаментизація визивається диференціацією виробничої діяльності, розширенням територіальних кордонів або структуруванням споживачів фірм. Так, в межах однієї компанії можуть виокремлюватися (на рівні оперативного керування) підприємства по випуску певного продукту, географічно віддалені підрозділи (філіали) або підрозділи, які орієнтовані на певного споживача.

Найбільш складний вид – матрична структура, яка є комбінацією вище розглянутих. Матричні структури отримали широке розповсюдження у високотехнологічних і швидко розвиваючихся галузях (хімічна, фармацевтична промисловість, електроніка, медицина).

Організаційна структура певного об'єднання підприємств – це комбінація різних типів департаментизацій.

Організаційні структури можна поділити на три групи унітарні (У-структури), холдингові (Х-структури), малтидивізіональні (М-структури).

У-структури сприяють визначенню оптимальних розмірів компаній, основою яких є виробнича функція.

Організаційна побудова У-структур може бути, як правило, лінійною або лінійно-функціональною (лінійно-штабною) побудовою.

У-структури, як правило, характеризуються монополією влади вищих керівників. Протилежністю У-структури стали децентралізовані структури холдингові (Х) та малтидивізіональні (М).

Холдинговий механізм групової організації є домінуючим в утворенні та функціонуванні багатьох закордонних ТНК на національному і транснаціональному рівнях. Нерідко холдинг виступає як одинична холдингова компанія, що володіє контрольним пакетом акцій учасників групи і тому визначає її стратегію. Залежно від специфіки створюваних корпоративних структур холдингові компанії можуть виконувати різноманітні функції. Найчастіше це інвестиційна діяльність (холдингова компанія як власник контрольних пакетів акцій підприємств) або інвестиційна діяльність у поєднанні з виробничою, комерційною та іншими функціями.

Створення холдингової компанії через передачу головній фірмі частини акцій холдингу означає для підприємств делегування повноважень з управління визначеним видом діяльності спеціально організованій корпоративній структурі. Механізмом системи участі в

капіталі, що гарантує материнській компанії здійснення контролю за дочірніми компаніями, є загальні збори акціонерів.

Організаційна перевага М-структур – виділення як самостійного стратегічного рівня управління, роздільне прийняття стратегічних і оперативних рішень. Підрозділи можуть, в разі потреби, реінвестувати прибуток.

Приклад організації М-структури – з кінця 1920х рр. компанія Дюпон (Du Pont), одна з великих індустріальних ТНК у світі. Заснована вона була у 1802р. і має положення лідера на ринку високотехнологічної продукції, серед стратегічних напрямів діяльності: нафта і хімікати, полімери і волокна, агрохімія і фармацевтика. Щорічні інвестиції в наукові розробки перевищують 1 млрд. дол., річні доходи – 44 млрд. дол.

3.2.2. Організаційно-управлінські структури об'єднань підприємств

Концерн як самостійний суб'єкт господарювання має спеціальний апарат управління (дирекцію), якому підпорядковані всі підприємства, що входять до концерну.

Концерн, як правило, очолює правління, що вирішує принципові питання діяльності об'єднання та здійснює контроль і стратегічне керівництво. Тактичне та поточне (оперативне) управління виробничо-господарською діяльністю концерну здійснює рада директорів, членами якої здебільшого є наймані менеджери.

Інколи замість дирекції як керівний орган створюється спеціальне товариство - так звана холдинг-компанія, учасники якої володіють контрольним пакетом акцій різних підприємств - членів концерну.

Централізованими в концерні можуть бути функції управління науково-технічним і виробничим розвитком, а також інвестиційною, фінансовою, природоохоронною і зовнішньоекономічною діяльністю. Концерн - це єдиний господарський комплекс. Його учасники взаємоузгоджені і здійснюють виробничо-господарську діяльність.

Юридичне утворення тресту означає передачу контролю над раніше незалежними підприємствами у формі контрольного пакету акцій або особливого довірчого сертифіката іншому суб'єкту господарської діяльності - засновнику тресту або групі засновників - так званій довірчій раді. При цьому може досягатися величезна концентрація капіталу, яка дає змогу проводити в межах об'єднаних єдину економічну та технічну політику.

Реальний контроль за трестом здійснює правління або головна компанія.

В структурі управління консорціумом обов'язково є обраний президент та координаційна рада (рис. 3.8).

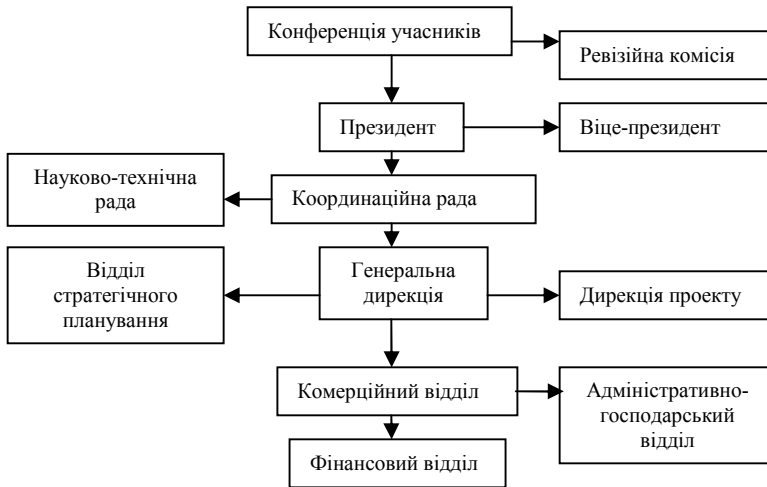


Рисунок 3.8. - Організаційна структура управління консорціумом

Промисловий кластер – це взаємозалежність фірм і інститутів, загальна структура його приведена на рис. 3.9.



Рисунок 3.9. - Організаційна структура управління

Корпорація - це відкрита організація, вступ до якої та вихід з неї здійснюються на добровільній основі за рішенням органів управління та її власників.

Головним органом управління корпорації є рада директорів. До її компетенції входять:

- призначення працівників апарату управління корпорації;
- консультування адміністрації з питань управління;
- розроблення загальної стратегії та головних цілей діяльності.

Для вирішення поточних завдань управління (тактичного, оперативного) корпорацією створюється адміністрація, її функції такі:

- вивчення кон'юнктури ринку та розроблення стратегії і тактики виробничо-господарської діяльності;
- розроблення і реалізація програм у галузі науково-технічного розвитку, організація впровадження нововведень;
- менеджмент забезпечення ресурсами підприємств корпорації через мережу власних структур;
- організація централізованого збуту продукції через власну мережу збуту.

У більшості випадків директори корпорацій не входять до штату адміністрації, а свої функції здійснюють на періодичних засіданнях, де виробляється політика та реалізується контроль за діяльністю адміністрації.

До обов'язків директорів входять:

- підбір, розстановка та оцінка роботи менеджерів;
- делегування повноважень менеджерам (функціональних обов'язків);
- делегування права підпису контрактів та банківських документів;
- затвердження бюджету та планів розвитку корпорації;
- прийняття рішень про випуск акцій;
- визначення дивідендів та інших форм розподілу прибутку;
- розроблення організаційної структури управління та штатного розпису корпорації

Найманий управлінський персонал корпорації обіймає свої посади до чергових загальних зборів акціонерів або до моменту їх звільнення з посади директорами.

У загальному вигляді організаційну структуру управління корпорацією можна проілюструвати на такому рисунку (рис. 3.10).

У більшості випадків голова ради директорів обирається на засіданні ради. Залежно від розподілу повноважень та відповідальності головним виконавчим менеджером корпорації може бути або голова

ради директорів, або президент. Але голова веде засідання ради директорів і тому володіє більшою реальною владою.

Президент може одночасно бути головою ради директорів, а в період відсутності голови виконувати його обов'язки. Президент призначається радою директорів.

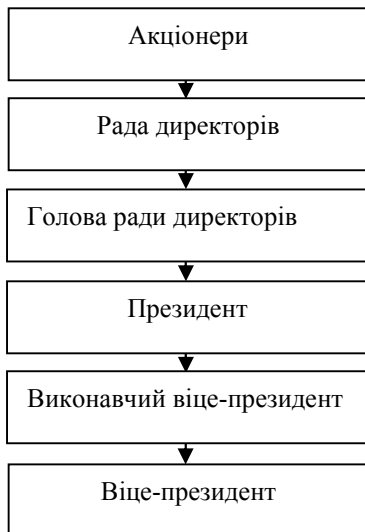


Рисунок 3.10. - Спрощена схема організаційної структури управління корпорацією.

Виконавчий віце-президент часто є другою особою в корпорації. Він виконує обов'язки головного оперативного менеджера. Віце-президенти відповідають за конкретні галузі виробничо-господарської діяльності: фінанси, виробництво, маркетинг, трудові ресурси, НДДКР, відносини з громадськістю, правові питання тощо.

Центр управління ФПГ – кредитно-фінансова установа - холдингова компанія (рис. 3.11).

Система управління холдинговою компанією включає в себе такі елементи [8]:

- 1) підсистему вищого керівництва;
- 2) цільові підсистеми;
- 3) підсистему управління програмами;
- 4) підсистему лінійного керівництва;
- 5) функціональні підсистеми;
- 6) підсистему забезпечення управління.

В межах *підсистеми вищого керівництва* здійснюється стратегічне управління, контроль за діяльністю дочірніх підприємств, а також спостереження за діяльністю асоційованих товариств. Альтернативою виділення такої системи може бути розподіл функцій вищого керівництва за цільовими підсистемами.

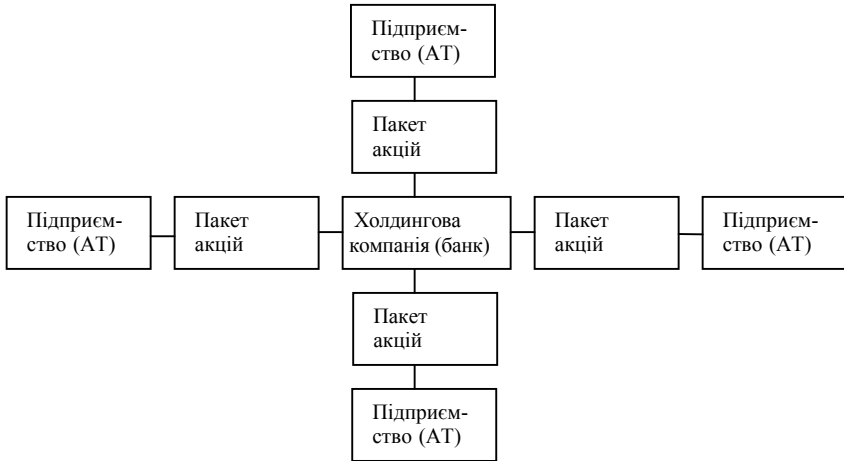


Рисунок 3.11. - Система управління ФПП

Цільові підсистеми орієнтовані на основні цілі діяльності компанії. В цих підсистемах здійснюється взаємодія лінійних керівників та функціональних органів управління в інтересах досягнення запланованих кінцевих результатів з кожної основної цілі.

Підсистема управління програмами передбачає розробку програм зі стратегічних напрямків діяльності холдингової компанії, а також програм з виробництва і реалізації нових або складних видів продукції.

В межах *підсистеми лінійного керівництва* здійснюється безпосереднє управління виробничими процесами. Ця підсистема включає всіх лінійних керівників виробництва. На відміну від функціональних і цільових підсистем, в яких превалюють горизонтальні зв'язки координації між суб'єктами управління, в підсистемі лінійного керівництва переважають вертикальні зв'язки підпорядкування.

Функціональні підсистеми здійснюють управління за конкретними функціями управління (прогнозування і планування

виробництва, організація виробництва, координація і регулювання, облік, контроль і аналіз).

Підсистема забезпечення управління організує правове, нормативне, інформаційне і технічне забезпечення управління шляхом створення відповідних структур, які здійснюють ці функції, формування банків даних, організації комунікації, сервісного обслуговування, автоматизованих робочих місць управлінців та ін.

3.2.3. Структура та компетенція органів управління холдингової компанії

В межах систематизації організаційна структура управління холдинговою компанією має такий вигляд (рис. 3.12).

В структурі управління холдингом повинні бути розділені законодавчі і виконавчі функції, як правило, вона буває багатоступеневою:

- загальна політика визначається у Раді директорів;
- координація діяльності реалізується через віце-президентів холдингової компанії;

- виконавчі функції здійснюють служби цільового призначення.

Управління холдинговою компанією (далі Компанія) здійснюють:

- Збори (конференція) повноважених представників підприємств - акціонерів;
- Спостережна рада;
- Правління компанії;
- Ревізійна комісія.

Вищим органом управління холдинговою компанією є Збори уповноважених представників акціонерів за визначеною на зборах акціонерів квотою.

До компетенції Вищого органу Компанії відноситься:

- затвердження основних напрямків діяльності Компанії;
- затвердження річних результатів Компанії за звітний рік, включаючи річні звіти підприємств;
- затвердження звітів і висновків Ревізійної комісії;
- затвердження бюджету доходів та витрат Компанії на наступний фінансовий рік;
- прийняття рішень про придбання власних акцій;
- затвердження розміру планової та нарахованої суми фонду оплати дивідендів;
- затвердження статуту та внесення до нього змін і доповнень;
- затвердження періодичності, розміру, порядку, строку та форми виплати дивідендів;

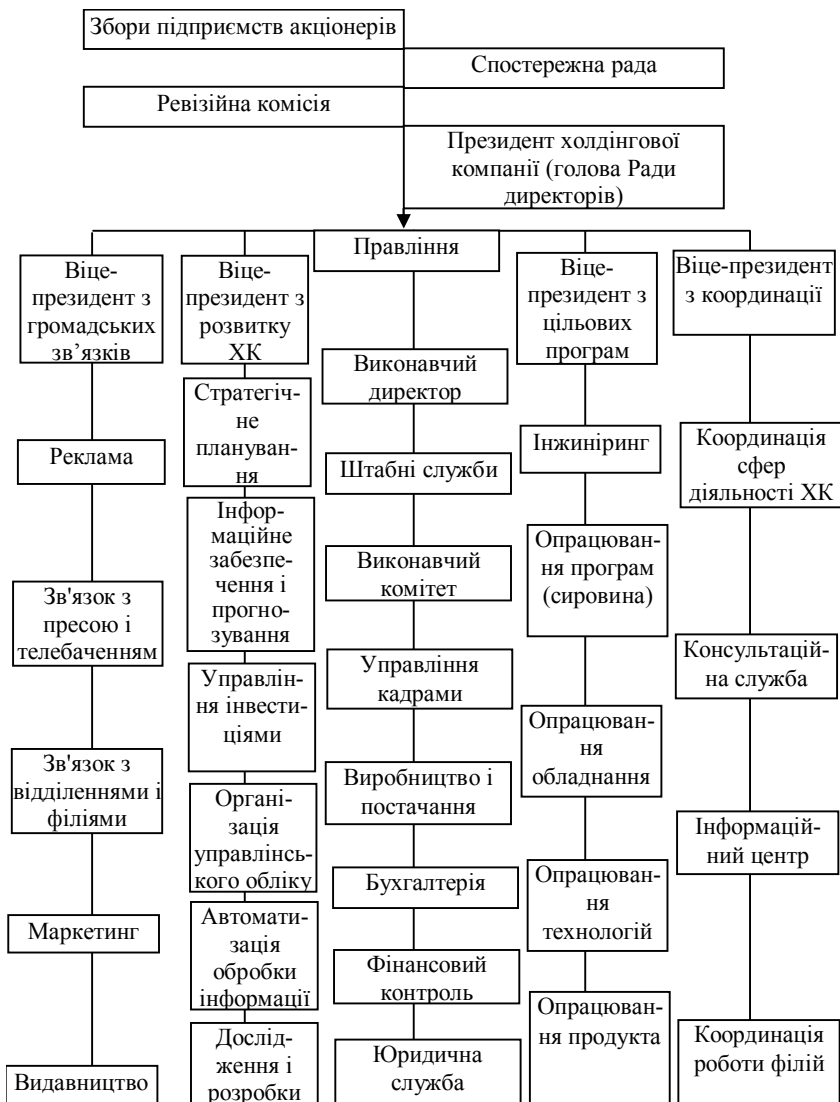


Рисунок 3.12. - Організаційна структура управління холдинговою компанією

- затвердження порядку створення джерел формування та використання фондів, визначення розмірів та порядку оплати праці членів Спостережної ради та Ревізійної комісії;

- створення, реорганізація та ліквідація інших підприємств, філій та представництв, затвердження їх статутів та положень;

- погодження організаційної структури Компанії за пропозицією Правління Компанії.

- визначення кількісного складу, обрання та відкликання членів Спостережної ради Компанії;

- обрання та відкликання членів Ревізійної комісії Компанії;

- винесення рішення про притягнення до майнової відповідальності посадових осіб Компанії;

- прийняття рішення про припинення діяльності Компанії, призначення ліквідаційної комісії, затвердження ліквідаційного балансу.

Вищий орган Компанії може розглядати й інші питання діяльності Компанії, які не суперечать чинному законодавству України. Однак, рішенням Зборів (конференції) Компанії виконання окремих функцій, що належать до компетенції Зборів, може покладатись на Спостережну раду.

Рішення про питання змін і доповнень до статуту, створення, реорганізацію та ліквідацію підприємств, філій та представництв компанії, затвердженню їх статутів та положень, а також рішення про ліквідацію чи реорганізацію приймаються 3/4 голосів акціонерів, присутніх на Зборах (конференції) представників підприємств - акціонерів, а інші рішення приймаються просто більшістю голосів.

Збори (конференція) представників підприємств акціонерів визначаються правомірними, якщо в них беруть участь більше як 60% голосів.

Порядок обрання Спостережної ради, діяльності та питання, віднесені до її компетенції, визначені відповідно до чинного законодавства України.

Як правило, до складу Спостережної ради Компанії входять:

- від Фонду державного майна України (регіонального відділення) — 1 чол.;

- від банківської установи — 1 чол.;

- від місцевих органів влади — 1 чол.;

- від головного підприємства — 2 чол.;

- від кожного дочірнього підприємства — 1 чол.

Персональний склад Спостережної ради та зміни в ньому затверджуються спільною постійно діючою комісією Міністерства

економіки, Міністерства фінансів та Фонду державного майна України за поданням Вищого органу Компанії.

Спостережна рада виконує такі функції:

- розглядає звіти, які подає Правління Компанії та Ревізійна комісія за квартал, рік;

- аналізує дії правління щодо управління Компанією, реалізації інвестиційної, економічної, технічної, цінової та соціальної політики, додержання номенклатури продукції, що виготовляють підприємства - акціонери, та надання послуг;

- виступає у разі необхідності ініціатором проведення позачергових ревізій та аудиторських перевірок фінансово-господарської діяльності Компанії;

- вносить Вищому органу Компанії пропозиції з питань діяльності Компанії;

- здійснює інші дії щодо контролю за діяльністю Правління Компанії;

- подає до органів приватизації пропозиції про особливості приватизації майна Компанії.

Крім цього, Спостережна рада має право:

- отримувати інформацію про діяльність Компанії;

- заслуховувати звіти Правління Компанії та посадових осіб Компанії з окремих питань його діяльності;

- виносити рішення про припинення повноважень членів Правління Компанії, яких вона погоджує;

- залучати експертів до аналізу окремих питань діяльності Компанії.

Проте, Спостережна рада не має право втручатися в оперативну діяльність Компанії і її підприємств.

Спостережна рада подає Вищому органу компанії звіт про свою роботу. У разі визнання роботи Спостережної ради незадовільною Вищий орган Компанії подає до спільної постійно діючої комісії Міністерства економіки України, Міністерства фінансів України та Фонду державного майна України пропозиції про зміни в її складі.

Засідання Спостережної ради проводяться не рідше одного разу на квартал і вважаються правомірними, якщо на них присутні 2/3 її членів. Рішення Спостережної ради приймаються більшістю голосів. У разі розподілу голосів порівну голос Голови є вирішальним.

Позачергові засідання Спостережної ради скликаються на вимогу Голови Спостережної ради. Правління Компанії та 1/3 членів цієї ради.

Члени Спостережної ради є посадовими особами Компанії та несуть відповідальність в межах своїх повноважень. Витрати на утримання Спостережної ради здійснюються за рахунок Компанії.

Виконавчим органом Компанії, який здійснює управління його поточною діяльністю, є Правління Компанії, до основних функцій якого відносять:

- визначення основних напрямків діяльності Компанії та подання їх на затвердження Вищому органу Компанії;
- планування діяльності Компанії, його філій, відділень, представництв, підприємств, що входять до складу Компанії;
- надання пропозицій щодо виплати дивідендів;
- визначення бюджету доходів та витрат Компанії на наступний фінансовий рік та подання їх на затвердження Вищому органу Компанії;
- визначення організаційної структури Компанії та погодження з Вищим органом Компанії;
- розгляд питань, які повинні бути внесені на розгляд Зборів (конференції) акціонерів;
- визначення порядку створення і використання фондів Компанії;
- визначення умов оплати праці працівників Компанії, керівників філій, представництв та інших підприємств;
- прийняття рішення про зміну розміру статутного капіталу Компанії більш, ніж на 1/3 за погодженням зі Спостережною радою Компанії;
- прийняття рішення про придбання та відчуження майна у розмірі, що не перевищує певного розміру Статутного капіталу;
- підготовка проектів рішень Зборів (конференції) акціонерів про збільшення статутного капіталу Компанії;
- прийняття рішення про отримання банківських кредитів та позик;
- організація випуску та розміщення цінних паперів;
- виконання рішення Зборів (конференції) акціонерів про випуск цінних паперів;
- організація фінансово-економічної роботи, обліку та звітності, ведення розрахункових операцій;
- здійснення зовнішньоекономічної діяльності;
- організація кадрової роботи, визначення структури Компанії, чисельності апарату управління, розгляд звітів про роботу структурних підрозділів і підприємств Компанії, затвердження інструкцій і положень, що регламентують їх роботу;

- організація роботи підприємств, філій та представництв Компанії,
- організація соціально-побутового обслуговування працівників Компанії.

Правління Компанії підзвітне у своїй діяльності Вищому органу та Спостережній раді Компанії і організовує виконання їх рішень.

Персональний склад Правління Компанії пропонується Президентом. Члени Правління Компанії повинні володіти спеціальними знаннями необхідними для компетентного і ефективного управління Компанією. Персональний склад Правління Компанії погоджується Спостережною радою.

Правління Компанії зобов'язане:

- організовувати проведення зборів (конференції) представників акціонерів та засідань Спостережної ради;
- організовувати та вести контроль за виконанням рішень Вищого органу Компанії та Спостережної ради;
- організовувати виконання спільних проектів підприємств-акціонерів;
- виконувати інші доручення Вищого органу Компанії та Спостережної ради.

Керівництво діяльністю Правління Компанії здійснює Президент Компанії.

Президент Компанії має право:

- керувати усіма поточними справами Компанії;
- у межах своєї компетенції видавати накази та інші розпорядчі документи щодо діяльності Компанії, обов'язкові для виконання Правлінням Компанії та керівниками підприємств-акціонерів Компанії та асоційованих товариств;
- репрезентувати Компанію у її стосунках з іншими фізичними та юридичними особами;
- без доручення від імені Компанії здійснювати діяльність та самостійно приймати рішення;
- вести переговори та укладати угоди від імені Компанії тощо.

В одно національних холдингових компаніях центром управління є головне підприємство, національне за капіталом і контролем. В багатонаціональних материнське головне підприємство здійснює централізоване управління в рамках групи в цілому шляхом вироблення глобальної політики і координації спільних дій підприємств за такими важливими аспектами, як визначення обсягу і напрямків капіталовкладень, вироблення єдиної тактики і стратегії на

світовому ринку; реорганізація компаній і визначення внутрішньої структури; здійснення між фірмових зв'язків.

Дочірні підприємства практично автономні у вирішенні найбільш важливих питань виробничої діяльності, найму робочої сили. Контроль за їх діяльністю здійснюється материнською холдинговою компанією методами фінансового впливу, спрямованими на отримання намічених прибутків.

Загальна структура управління змішаного холдингу приведена на рис. 3.13.

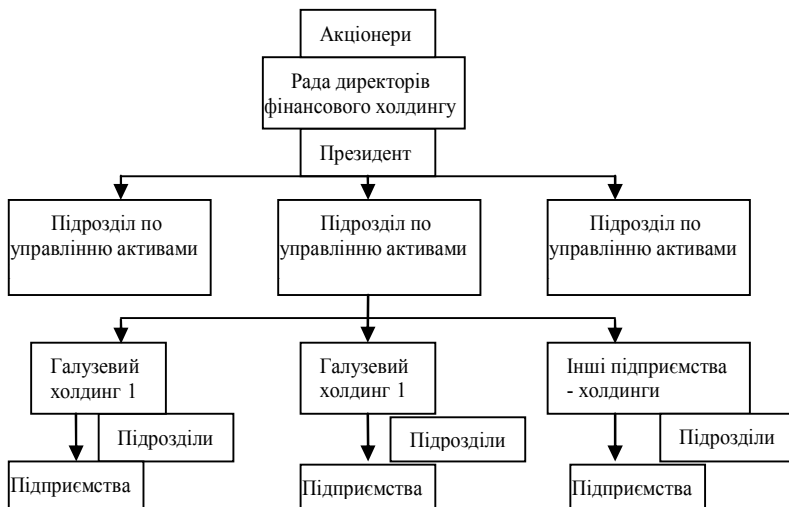


Рисунок 3.13. - Структура управління змішаного холдингу

3.2.4. Організаційна структура ТНК

Головна компанія ТНК є оперативним штабом корпорації.

Вибір структури управління ТНК залежить від певних факторів. В основі формування структури управління компанії - необхідність розробки моделі, яка дає можливість "максимізувати" ефективність управлінської функції та діяльності компанії в цілому. Найважливішими аспектами, що беруться до уваги при розробці організаційної структури менеджменту ТНК, є:

1. Рівень диверсифікації діяльності компанії в різних галузях. Якщо компанія займається певним бізнесом, то адекватна структура

управління має ефективно координувати діяльність різних функціональних підрозділів.

2. Рівень організаційно-правової та фінансово-економічної незалежності різних видів діяльності, що здійснюються в рамках ТНК. Транснаціональна компанія може займатися різними видами бізнесу, а саме: виробничою діяльністю, наданням фінансових послуг, мати власну збутову мережу. Тому структура управління ТНК повинна відображати ці особливості ведення бізнесу і враховувати обмеження й можливості, які можуть виникати в межах компанії в цілому.

3. Рівень присутності на різних регіональних ринках та види операцій, які здійснює компанія на кожному з них. Наприклад, маючи виробничі потужності в певній країні, ТНК може експортувати свою продукцію в інші країни, в яких компанія здійснює лише збут через своє представництво. Потреба в підрозділах, які виконують різні функції в представництві певної країни, таким чином, залежить від виду операцій компанії на відповідному ринку. Ці операції можуть змінюватися від експортно-імпортних до виробництва й здійснення будівництва виробничих потужностей під ключ.

Організаційна структура ТНК може бути; функціональною, регіональною, матричною. Кожна з них має свої переваги й недоліки. Тому сучасні системи управління ТНК базуються на комбінації елементів функціональної, регіональної та матричної структур менеджменту. Кожна компанія створює систему менеджменту, яка відповідає стратегії її розвитку.

Функціональна організація компанії передбачає виділення підрозділів, які концентруються на певних функціональних сферах діяльності, таких, як дослідження та розробки, виробництво, маркетинг, фінанси та ін. При розробці та впровадженні стратегії компанії завдання головних менеджерів полягає у чіткій координації дій підрозділів, які вони очолюють (рис. 3.14).

Наведена структура управління не завжди відповідає характеру діяльності компанії, оскільки, ТНК у виробничій; діяльності нерідко використовують вертикальну інтеграцію. За такої інтеграції на кожній стадії виробництва - від переробки сировини до збуту готової продукції - існують значні відмінності у функціях, які виконує відповідний підрозділ. Тому останніми роками ТНК дедалі частіше використовують функціональну структуру управління, що базується на; процесах. Такий підхід дає змогу реалізувати в рамках функціональної структури управління підхід до реалізації стратегічних завдань компанії з точки зору створення додаткової вартості на кожному етапі діяльності компанії (так званий підхід "value chain").

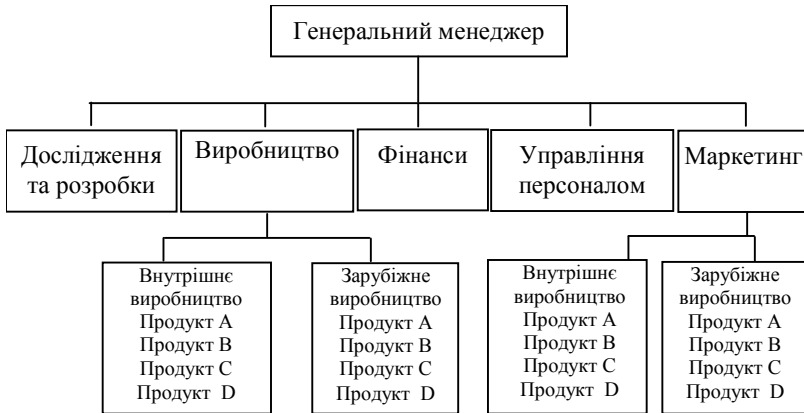


Рисунок 3.14. - Функціональна структура управління ТНК

Комплексна організаційна структура ТНК виражається у створенні регіональних систем управління та організації виробництва.

Регіональні системи управління сучасної ТНК побудовані у трьох основних видах:

1) *головні регіональні управління*, які несуть відповідальність за діяльність концерну у відповідному регіоні. Вони наділені всіма правами щодо координації та контролю за діяльністю філій у цьому регіоні (наприклад, головне регіональне управління американського концерну "General Motors" з координації діяльності філій в Азії та Океанії розташоване в Сінгапурі);

2) *регіональні виробничі управління*, які координують діяльність підприємств по лінії руху продукту, тобто відповідному виробничому ланцюжку. Такі управління відповідають за забезпечення ефективної діяльності відповідних підприємств, безперебійне функціонування всього технологічного ланцюжка, вони підпорядковані безпосередньо головному регіональному управлінню концерну. Регіональні виробничі управління націлені на розвиток ефективних видів виробництва, нових моделей і товарів (наприклад, корпорація "Hewlett-Packard" на початку 90-х років XX ст. з цієї причини перемістила свої виробничі управління з низки лідируючих продуктів із США до Європи);

3) *функціональні регіональні управління* забезпечують специфічні види діяльності концерну: збут, постачання, обслуговування споживачів після продажу їм товару, науково-дослідні та дослідно-конструкторські роботи тощо. Ці управління відповідальні за результати діяльності всіх відповідних структур у регіональному або глобальному масштабі.

Географічна експансія транснаціональних компаній, як правило, супроводжується еволюцією організаційних структур управління. Зміни в організаційній структурі, спричинені географічною експансією, відповідають завданням досягнення ефективного менеджменту підрозділів у різних країнах.

Одним із головних етапів такої еволюції є виділення функцій, що централізовано координуються ті рівні материнської компанії. Найважливіша функція головної (материнської) компанії - управління грошовими потоками, яке передбачає використання переваг, наданих законодавством у певній країні для мінімізації податків, хеджування від валютних ризиків, доступу до унікальних чи дешевих виробничих ресурсів. Через головний офіс ТНК традиційно координує дослідження та розробки, що потребують значних фінансових витрат. Результати таких робіт у майбутньому можуть бути використані для розширення виробничої діяльності та виходу на ринок з новими продуктами.

У різних регіонах функції підрозділів визначаються, виходячи, по-перше, з видів діяльності, якими вони повинні управляти; по-друге, з існуючих потреб координації роботи регіональних підрозділів з філіями компанії в інших країнах. Функції регіональних підрозділів формуються також під впливом особливостей ринку та специфічних завдань, з якими може стикатися компанія на певному національному ринку. Традиції та існуючі регулятивні норми приймаючих країн безпосередньо визначають функції регіональних підрозділів ТНК. Загальну схему регіональної структури ТНК зображено на рис. 3.15.

У межах матричної структури менеджменту організація: процесу управління передбачає поєднання функціональних повноважень і повноважень керівників проектів або окремих видів бізнесу. Кожен вид діяльності чи проект здійснює група спеціалістів, які представляють різні функціональні підрозділи компанії, підзвітні як менеджеру відповідного функціонального підрозділу, так і керівникові проекту (або менеджеру, відповідальному за певний вид бізнесу) (рис. 3.16).

Матрична структура управління особливо доцільна у диверсифікованій компанії, яка здійснює операції на багатьох національних ринках. Вона дає змогу управляти на основі визначення певних стратегічних видів діяльності, які уможливають реалізацію ключових компетенцій компанії. Водночас залученням до роботи над конкретними завданнями спеціалістів з різних функціональних підрозділів досягається як результативність їх праці в рамках певного стратегічного напрямку, так і високий професійний внесок, оскільки вони залишаються підзвітними своїм функціональним керівникам.

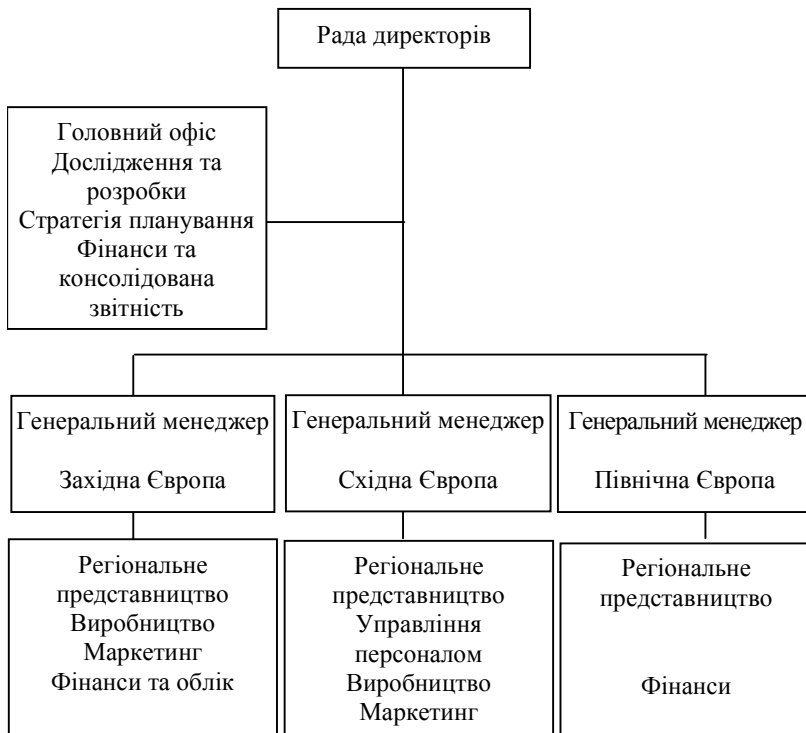


Рисунок 3.15. - Регіональна структура управління ТНК

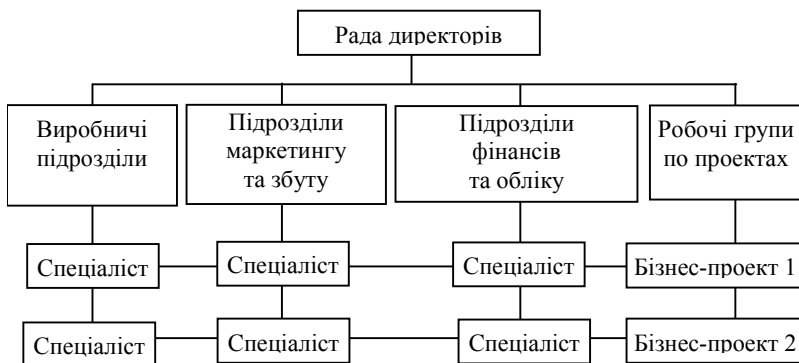


Рисунок 3.16. - Матрична структура управління ТНК

Прикладом застосування матричної структури є "Дженерал Електрик", "Сітібанк", "Боїнг" та інші ТНК з високим рівнем диверсифікації своєї діяльності та глобальними стратегіями розвитку.

На основі розглянутих головних рис різних структур управління ТНК можна виділити основні переваги та недоліки, які можуть виникати в процесі впровадження кожної з них.

Завдяки *функціональній структурі* управління компанія досягає чіткого зв'язку між завданнями, що доводяться до кожного її підрозділу, та загальною стратегією компанії. На основі чіткого розподілу функцій рівень професійного внеску кожного підрозділу в реалізацію загальної стратегії надзвичайно високий. У рамках одногалузевої компанії це дає змогу ефективно викопувати функцію контролю з боку менеджменту компанії.

Однак у рамках *функціональної структури* управління іноді виникають проблеми у взаємодії між різними підрозділами, які можуть мати різні тактичні цілі, а показники, що характеризують їх роботу, суперечать один одному. Типовими у цьому плані є проблеми щодо координації між ціллю максимальних обсягів реалізації продукції (підрозділи, що відповідають за збут) і збереженням рівня адміністративних витрат на певному рівні (фінансові підрозділи).

Оскільки ТНК у своїй переважній більшості є багатогалузевими диверсифікованими структурами, застосування *функціональної структури* управління накладає обмеження на ефективність управління. Це зумовило певну еволюцію *функціональної структури* останніми роками, яка полягає у зближенні з іншими структурами управління.

Серед переваг *регіональної структури* управління виділяють здатність враховувати регіональні особливості, які виникають при веденні бізнесу на різних національних ринках. Координація роботи між різними функціональними підрозділами при цьому здійснюється на рівні певного ринку, що особливо важливо для врахування тенденцій попиту на цьому ринку. Крім того, в рамках *регіонального підрозділу* існує можливість визначення прибутковості від ведення операцій у певній країні чи на певному регіональному ринку.

Однак, з іншого боку, за такої структури управління) виникає додатковий рівень управління - регіональні менеджери, що може ускладнювати оперативність у впровадженні рішень, прийнятих на рівні компанії. Може також постати проблема підтримання стандартів управління, оскільки автономії регіональних представництв місцеві менеджери мають більше повноважень.

В організаційній структурі більшості ТНК виділяють три основні блоки: фінансово-економічний, індустріально-промисловий, торгово-комерційний. Згідно з основним принципом створення і функціонування ТНК всі блоки та їх елементи мають бути рівноправними і нести повну відповідальність за виконання покладених на них функцій. Особливість фінансово-економічного блоку порівняно з рештою двома полягає в тому, що його функціонування забезпечує нормальну діяльність усіх структурних підрозділів компанії.

Фінансово-економічний блок - це мережа кредитно-фінансових установ: комерційні банки, страхові, інвестиційні, лізингові, фінансові, пайові, трастові, пенсійні фонди і компанії.

Головне завдання фінансової складової ТНК - залучення й акумулювання фінансових коштів. Крім залучення капіталу, на фінансово-економічний блок покладається управління фінансами на основі підтримки стійкого балансу між ресурсами і заявками на ці ресурси з боку інших учасників ТНК, вироблення інвестиційної політики і здійснення капіталовкладень, забезпечення економічної безпеки, управління ризиками, правильна й ефективна побудова внутрішньої економіки всієї групи.

З огляду на функціональне призначення фінансово-економічного блоку провідна роль у ньому підведена комерційним банкам. Здійснення фінансово-кредитної діяльності в міжнародних масштабах передбачає наявність у структурі ТНК банківського об'єднання, що має розгалужену систему філій і відділень.

За *матричної структури* управління відбувається чітке формулювання стратегічних напрямів діяльності ТНК чи проєктів і створюється певний баланс між потребами для їх реалізації та завданнями, які стоять перед виробничими, маркетинговим, фінансовим та іншими підрозділами компанії, виходячи з її загальної стратегії.

Однак складність самої матричної структури з точки зору перехресного контролю спеціалістів різних підрозділів з боку функціональних і проєктних менеджерів, а також пов'язані з цим витрати часу, фінансових та інших ресурсів для процедур узгодження рішень потенційно можуть обмежити її використання ТНК.

Сучасні організація та управління ТНК потребують вирішення складних завдань, які передбачають розробку систем управління, що базуються на комбінації елементів функціональної, регіональної та матричної структури менеджменту. При цьому кожна компанія створює систему, яка відповідає її стратегії.

Основними критеріями, яким повинна відповідати структура управління ТНК, є:

1. Здатність організаційної структури компанії створювати передумови для реалізації ключових компетенцій компанії.

2. Відповідність обраної структури управління компанії характеру галузевої та багатонаціональної диверсифікації її діяльності.

3. Можливість використання основних ресурсів компанії відповідно до її стратегії та завдань, які їй відповідають.

4. Адекватність обраної структури управління характеру конкуренції та можливості використання конкурентних переваг, які вона може надати.

Координатором діяльності ТНК може бути також *трастовий відділ комерційного банку*. Нині пакети акцій промислових підприємств, що перебувають у розпорядженні банківських інститутів, досягли розмірів, які дають їм змогу встановлювати контроль за політикою корпорацій. Незважаючи на те, що комерційні банки є провідними інституціональними власниками акцій, вони не володіють значною їх кількістю, купленою за власний кошт, а переважно розпоряджаються ними як довірені особи. Основними джерелами поповнення трастів-активів комерційних банків і здійснення фінансового контролю за не фінансовими установами є пенсійні фонди, інвестиційні та страхові компанії. Фінансовий контроль, здійснюваний трастовими підрозділами, - основна форма контролю за великими не фінансовими корпораціями. Один із варіантів холдингової структури, представлений в розосередженому вигляді, - *взаємне володіння акціями учасників ТНК*. Учасники групи, володіючи перехресно акціями один одного, а в сумі контрольним пакетом будь-якого учасника, є стосовно нього груповим холдингом. З одного боку, це сприяє формуванню унікальної системи взаємного кільцевого контролю: кожна фірма має невеликі, недостатні Для одностороннього контролю пакети акцій всіх інших фірм, а разом вони володіють контрольними пакетами акцій кожного зі своїх членів; з іншого - перехресне володіння акціями запобігає захопленню іншими фірмами (іноземними фірмами, фірмами-конкурентами).

Головна організація може набувати вигляду материнської компанії (холдингова структура), наради президентів головних фірм, що водночас є й нарадою керуючих чи акціонерів, виступати трастовим відділенням комерційного банку.

Акціонерна організація міжнародного бізнесу дозволяє створювати "сіткову" структуру ТНК шляхом об'єднання великої кількості самостійних фірм через взаємне володіння акціями. Прикладом створення

виробничих і виробничо-збутових "мереж" може слугувати світове автомобілебудування. В 1991 р. "Вольво" уклав угоду з "Рено", згідно з якою шведи контролювали 20% виробництва "Рено", а французи — 25% виробництва "Вольво", "Дженерал Моторс" придбав 50% акцій "Сааб Сканія", "Форд" і "Фольксваген" уклали угоди про виробничу кооперацію і створення багатофункціонального транспортного засобу.

В рамках "мережі" її учасники зберігають юридичну самостійність і широку ступінь свободи в господарській діяльності в рамках єдиної загальностратегічної мети "мережі" - підвищення конкурентоспроможності по відношенню до фірм, що не входять до даної "мережі". Координація діяльності для досягнення цієї мети здійснюється по лінії: а) обміну оперативною інформацією (технологічною, маркетинговою та ін.) про стан та перспективи розвитку як учасників, так і "мережі" в цілому; б) спеціалізації окремих учасників "мережі" на таких формах діяльності, котрі забезпечують їх конкурентні переваги по відношенню до решти.

Питання для контролю знань з теми 3.2:

1. Які основи організаційно-управлінських структур об'єднань підприємств Ви знаєте?
2. Специфіка організаційно-управлінських структур відносно видів об'єднань підприємств.
3. Які обов'язки, функції та повноваження управлінських структур об'єднання підприємств?
4. Які обов'язки, функції та повноваження структурних одиниць об'єднання підприємств?

3.3. ОРГАНІЗАЦІЯ ЦИКЛУ „ДОСЛІДЖЕННЯ-ВИРОБНИЦТВО” В ОБ’ЄДНАННЯХ ПІДПРИЄМСТВ І НАУКОВИХ УСТАНОВАХ

Основні поняття: міжнародного життєвого циклу товару, НДДКР, франчайза, ліцензійна угода, венчурний капітал

3.3.1. Основні стадії циклу „дослідження-виробництво” в об’єднаннях підприємств і наукових установах

Розвиток будь-якого успішно діючого в умовах ринкової економіки об’єднання підприємства слід розглядати як постійний процес створення інновацій, безперервний процес творчої діяльності. Інноваційне забезпечення спрямоване на створення нової продукції і послуг, технології і матеріалів, нових організаційних форм, що мають властивості науково-технічної новизни і задовольняють нові суспільні або індивідуальні потреби.

Кінцевий результат інновацій — це матеріалізація і промислове освоєння нововведення, ідеєю створення якого можуть бути як науково-технічна діяльність, так і маркетингові дослідження з виявлення незабезпечених потреб. Схематично процес розвитку інновацій наведено на рис. 3.17.



Рисунок 3.17. - Етапи розвитку інноваційних процесів

У фундаментальних науках обсяг знань подвоюється менш ніж за 10 років, у прикладних – оновлюється кожні п’ять років. Крім того, значно скорочується період впровадження нової розробки в промислове виробництво, а також період морального старіння самого винаходу. Так, деякі моделі комп’ютерної техніки старіють ще до їх впровадження в масове виробництво, на світовому ринку їх оновлення відбувається практично кожні півроку.

Кожні 7-10 років відбувається подвоєння витрат на наукові розробки, при чому їх темпи приросту вище за темпи приросту ВВП.

З комерційної точки зору будь-який інноваційний проект можна розглядати як інвестиційний, що спрямований на отримання прибутку. Під інвестиційним проектом, як правило, розуміють план (програму) господарських заходів або підприємницької ідеї, реалізація якої потребує інвестицій.

Реалізація інноваційного проекту часто супроводжується необхідністю вкладання засобів як у матеріальні об'єкти (придбання нового технологічного устаткування, додаткових виробничих приміщень), так і в нематеріальні (проведення НДЕКР, підготовка персоналу, придбання патентів тощо). Все це потребує скрупульозного узгодження розмірів і термінів вкладання інвестицій, величини і термінів отримання очікуваних результатів. Лише на основі всебічного аналізу цих даних, ведених у програму, може бути прийнято рішення про здійснення того або іншого господарського заходу.

Важливою особливістю інвестиційних (особливо інноваційних) проектів є їх *тривалість у часі*. Дійсно, економічна сутність інвестування полягає в тому, щоб власник капіталу відмовився від поточного використання капіталу, отримання поточних вигод заради більших вигод у майбутньому. Проміжок часу від початкового моменту вкладання капіталу в об'єкт інвестування до моменту завершення отримання доходів або інших результатів від вкладеного капіталу називається інвестиційним періодом (життєвим циклом проекту). Залежно від тривалості інвестиційного періоду проекти поділяють на короткострокові, інвестиційний період яких не перевищує одного року, і довгострокові, що мають більш тривалий інвестиційний період. Інноваційні проекти, як правило, належать до довгострокових інвестиційних проектів.

Другою особливістю інноваційного проекту є його *спрямованість на перспективу*, передбачення якої пов'язано з невизначеністю, а отже, з комерційним (підприємницьким) ризиком. Приймаючи рішення про інвестування, власник капіталу виходить із певних оцінок майбутнього, очікуючи отримати певні результати. З урахуванням цього під комерційним ризиком слід розуміти вірогідність виникнення у майбутньому ситуацій, за яких фактичні результати інвестування (доходи або його вигоди) виявляться меншими у порівнянні з очікуваними, з розрахунку на які приймалося рішення про інвестування.

З урахуванням рівня ризику інвестиційні проекти можуть бути класифіковані на *надійні*, що характеризуються високою вірогідністю

отримання гарантованих результатів, і *ризикові*. Для яких характерний високий ступінь невизначеності витрат і економічних результатів. Науково-технічні інноваційні проекти, як правило, відносять до категорії ризикованих. Комерційний ризик подібних проектів залежить від таких чинників:

- науково-технічного ризику, що визначається рівнем технічної новизни інновації і оцінюваної вірогідності у проведенні НДЕКР і промислового освоєння нововведення;
- ринкового ризику, що визначається рівнем оригінальності складності інновацій (продукту, послуги) з огляду на його сприйняття споживачами і оцінюваного вірогідністю досягнення ринкового успіху нововведення.

Потенційний інвестор має, як правило, низку альтернативних варіантів використання капіталу. Причому кожний із них характеризується різними параметрами - об'єктами інвестування, періодом інвестування, розмірами інвестиційного капіталу і ризиком інвестування. Явними є і цілі інвестора - отримати найбільш гарантовані вигоди від вкладання капіталу. Але така мета може бути реальною у результаті відбору тих проектів, які дають можливість інвестору ефективно її досягнути.

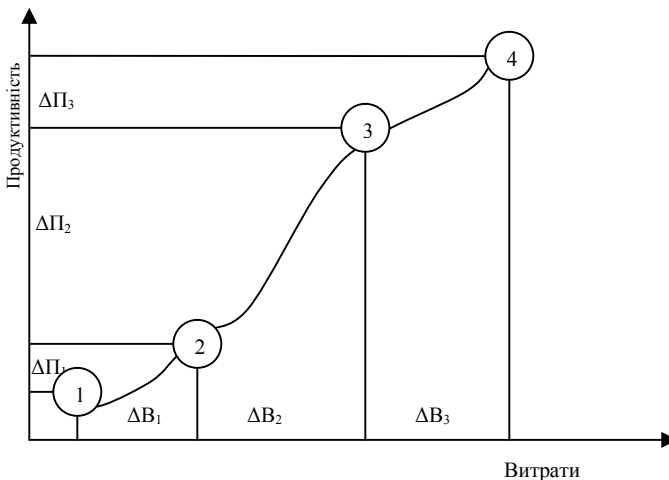


Рисунок 3.18. - S-крива [9]

При визначенні або зміні технологічної політики підприємствам необхідно враховувати відомі закономірності (наприклад, закономірність кривої Гомпертца (S-кривої), яка є нелінійним зв'язком

між кумулятивними витратами (зусиллями), направленими на вдосконалення продукту або процесу, з одного боку, і продуктивності, яка може бути отримана за рахунок вкладених інвестицій, – з іншою [9]) для того, щоб вчасно вплинути на процес, змінюючи напрями кумулятивних витрат (зусиль).

На ділянці 1-2 (рис. 3.18) зусилля дослідників зростають без істотного підвищення результату. Потім після знайдення потрібного рішення на ділянці 2-3 віддача від наступних інвестицій зростає, а на третій ділянці 3-4 віддача знову спадає. Таким чином, формула S-кривої виглядає як нерівність:

$$\Delta\P_1 : \Delta B_1 < \Delta\P_2 : \Delta B_2 > \Delta\P_3 : \Delta B_3$$

Якщо крута частина починає вирівнюватися, варто змінити напрями зусиль розробників, звернути увагу на інші параметри продуктивності чи процесу.

Основні стадії циклу „дослідження-виробництво” в об’єднаннях підприємств і наукових установах з точки зору ринкових умов наведені в рис. 3.19. В загальному вигляді передінвестиційна стадія включає проведення науково-дослідних і дослідно-конструкторських робіт (НДДКР) та техніко-економічне обґрунтування проекту, інвестиційна стадія – інженерно-технічне проектування, освоєння виробництва, проведення будівельно-монтажних робіт тощо; експлуатаційна стадія - експлуатацію об’єкта проекту.



Рисунок 3.19. - Основні стадії циклу „дослідження-виробництво” в об’єднаннях підприємств і наукових установах.

Витрати, що пов'язані з реалізацією проекту, нерівномірно розподілені по різних стадіях. Враховуючи цю нерівномірність, при якій найбільші витрати здійснюються, як правило на інвестиційній стадії проектування і можуть мати безповоротний характер, особливе значення в інвестиційному проектуванні має бути відведено скрупульозності проведення робіт на початковій передінвестиційній стадії.

Роботи на цій стадії проводяться в два етапи: — попередні дослідження, що полягають у вивченні макро- і мікроекономічного середовища проекту, аналізі можливостей реалізації проекту на тій або іншій території, проведення промислових досліджень для виявлення можливостей у певній галузі промисловості, а також аналізі ресурсної складової проекту (доступність необхідних ресурсів, їх вартість), результатом цих досліджень є:

- попереднє техніко-економічне обґрунтування проекту;

- техніко-економічне обґрунтування, що базується на результатах попереднього етапу і пов'язано з проведенням більш глибоких досліджень.

Техніко-економічне обґрунтування інноваційного проекту включає такі розділи:

загальні передумови та історія проекту — ім'я і адреса ініціатора проекту, передумови створення проекту, ціль проекту (корпоративна) і загальні риси запропонованої стратегії реалізації, включаючи географічний регіон, частку ринку (внутрішнього, зовнішнього), плановану стратегію конкуренції (лідерство на витратах, диференціація продукції), місцезнаходження проекту (орієнтація щодо ринку або ресурсів), економічна і промислова політика, що сприяє реалізації проекту; *загальний аналіз ринку і концепція маркетингу* — результати маркетингових досліджень (ділове середовище, цільовий ринок, сегментація ринку, канали збуту, конкуренція, життєві цикли попиту і продукту), показники попиту (кількість, ціни) і пропозиції (минулі, діючі і майбутні поставки), обґрунтування маркетингових стратегій для досягнення цілей проекту і опис концепції маркетингу;

сировина і поставки — ситуація з наявністю сировини, виробничих матеріалів і компонентів, потреби в поставках матеріальних ресурсів, план і управління поставками;

місцезнаходження і навколишнє середовище — місцезнаходження і визначення ділянки для розташування підприємства з точки зору екологічного впливу, соціально-економічної політики, стимулів і обмежень, інфраструктурних умов,

обґрунтування вибору розташування і ділянки, основні витрати облаштування ділянки;

проектування і технологія — виробнича програма і потужність підприємства, опис вибраної технології, її переваги і недоліки, життєвий цикл, спосіб передачі (впровадження) технології, навчання, контроль якості, виробнича структура підприємства (виробничі приміщення, устаткування, спосіб їх залучення, вартість), основні роботи з капітального будівництва;

організаційні і накладні витрати — організаційна структура і засоби управління;

трудові ресурси — соціально-економічне і культурне середовище відносно вимог проекту, наявність трудових ресурсів, вимоги до набору і навчання, вимоги до найнятого персоналу (чисельність і професійно-кваліфікаційна структура), витрати на залучення і утримання персоналу;

схема реалізації проекту - тривалість капітального будівництва і монтажу устаткування, пусконаладжувальних робіт, освоєння виробництва, перелік дій зі своєчасного здійснення проекту;

фінансовий аналіз і оцінка інвестицій - критерії інвестицій (економічні, науково-технічні, соціальні, і інвестиційні витрати (величина, джерела), поточні виробничо-збутові витрати, очікувані фінансові результати, фінансування проекту (умови залучення власного і позичкового капіталу), оцінка інвестицій - прибуток, строк окупності інвестицій, чистий грошовий потік, дисконтний чистий грошовий потік, внутрішня норма рентабельності щодо різних категорій учасників проекту, вплив на навколишнє середовище, аналіз невизначеності і ризику, можливі кошти управління ризиком;

висновки, що визначають головні переваги і недоліки проекту, шанси на його успішне здійснення.

Початковим етапом вивчення комерційних перспектив реалізації проекту є *маркетингові дослідження*. Мета цих досліджень - виявлення можливостей ініціатора проекту (фірми або підприємця) зайняти конкурентоспроможні позиції на ринку або окремому його сегменті. Досягнення цієї мети можливе лише на основі збалансованої оцінки сприятливих можливостей і загроз розвитку бізнесу в аналізованій частині ринку, з одного боку, і можливостей фірми (підприємця) розвивати свої конкурентні переваги і усувати слабкі сторони порівняно зі своїми конкурентами - з іншого.

Для успішного розвитку фірма має постійно виявляти наявні і потенціальні можливості відносно найефективнішого використання своїх ресурсів (інтелектуальних, інформаційних, трудових,

матеріальних, фінансових тощо). Власне, ці ресурси складають ринковий потенціал фірми. Вони завжди обмежені, нерівномірно розвинені як кількісно, так і якісно.

Зміст маркетингових досліджень залежить від цілої низки чинників, таких як характер діяльності фірми (сфери її ділової активності), характеристики продукції, що випускається (виробничого або споживчого призначення), рівень диверсифікації фірми, розмір капіталу і рівень дохідності фірми, цілі дослідження ринку (вихід на новий ринок, зміна асортименту, зміна каналів збуту тощо).

Вилучаючи з ринку одні товари та випускаючи нові, кращі, які приваблюють споживачів і підвищують конкурентоспроможність у міжнародному середовищі, компанії цілеспрямовано скорочують життя попередніх товарів, які не проходять усіх стадій міжнародного життєвого циклу товару. Особливо таке скорочення життєвого циклу товару відчутне у галузях високих технологій: виробництво комп'ютерів, автомобілів та ін.

Науково-технічний прогрес став джерелом виникненню попиту на технології. Багато країн виступили в якості основних споживачів технологій, зокрема Японія, частка якої в світовому імпорті ліцензій складає більш 16%.

Важливо відзначити ринок макротехнологій. Макротехнологія являє собою сукупність знань і виробничих можливостей для випуску на світовий ринок певних виробів – літаків, суден, матеріалів, атомних реакторів тощо. Аналіз світового ринку показує, що виробництво наукомісткої продукції забезпечує всього 50 макротехнологій.

Сім промислово розвинутих країн, маючи 46 макротехнологій, володіють 80% цього ринку. Так, США щорічно отримують від експорту наукомісткої продукції близько 700млрд. дол., Німеччина – 530млрд. дол., Японія - 400млрд. дол.

Основною формою передачі технологій є ліцензійні угоди та угоди франчайзи. Існують декілька видів франчайзи. Основні з них:

- виробнича (передача технології фірмі-клієнту для виготовлення і реалізації певного продукту на певній території, найбільш поширені при виробництві безалкогольних напоїв);
- товарна (постачання товарів для реалізації в межах певної території під торговельною маркою (товарним знаком) ведучої фірми);
- в сфері послуг (механізм аналогічний як при товарній франчайзі, проте різниця - в об'єкті співробітництва).

Міжнародне середовище (макро-, мікро-) оцінюють за двома напрямками:

1) з огляду на *глобальні сили*, які спонукають до стандартизації та обумовлені різноманітними причинами: ефектом економії на масштабі, конкуренцією, поведінкою та очікуваннями споживачів;

2) з огляду на *локальні сили*, які привертають увагу до локальних особливостей: різноманітності правових норм, культур, традицій споживання, своєрідності збутових мереж.

Основними технологічними чинниками, які сприяють зміцненню міжкорпоративної співпраці, є такі бар'єри проникнення:

- розподіл ризиків, пов'язаних з розробкою та використанням нових технологій;
- прагнення випередити конкурента в комерційному використанні результатів науково-дослідних і дослідно-конструкторських робіт;
- запобігання труднощам, пов'язаним з відмінностями у національних патентних законодавствах;
- необхідність уникнення протекційних бар'єрів;
- бажання інтегрувати окремі винаходи в рамках нових систем виробничого чи споживчого призначення.

Існують певні відмінності у стадіях життєвого циклу товару (ЖЦТ) для внутрішніх і міжнародних ринків. Якщо на внутрішньому ринку товар традиційно проходить чотири стадії життєвого циклу (стадію проникнення товару на ринок, стадію зростання, стадію насичення і стадію спаду), то в міжнародному масштабі класичним є проходження шести стадій життєвого циклу (рис. 3.20).

Провівши «анкетування» 200 транснаціональних корпорацій (ТНК), експерти UNCTAD установили, що в 2005-2009 рр. майже дві третини (61,8%) ТНК планують розвивати центри досліджень і розробок у Китаї й майже третина (29,4%) – в Індії. Китай випередив по цьому показнику США (41,2%), а Індія – Японію (14,7%).

Для *глобальних компаній* типовим є здійснення агресивної інноваційної стратегії, політики скорочення ЖЦТ, передбачає проникнення товару одночасно на всі типи зовнішніх ринків. Традиційний ЖЦТ ґрунтується на різниці в терміні проникнення на ринки різних країн (рис.3.21).

Міжнародні ринки сприймаються глобальною ТНК як єдиний глобальний (світовий) простір, у межах якого доцільним є використання стандартизованої єдиної маркетингової інноваційної стратегії (рис. 3.22).

Низка ТНК, передусім японських і ТНК деяких перехідних країн, дотримується принципів так званого *випереджального* типу побудови ЖЦТ. Поява товару на зарубіжному ринку нерідко випереджає його виробництво та реалізацію на внутрішньому національному ринку.

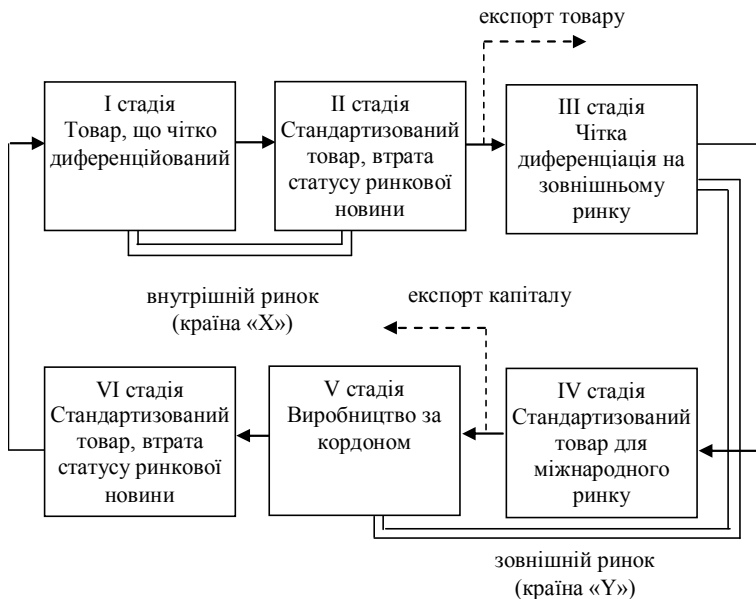


Рисунок 3.20. - Стадії міжнародного життєвого циклу товару [10]

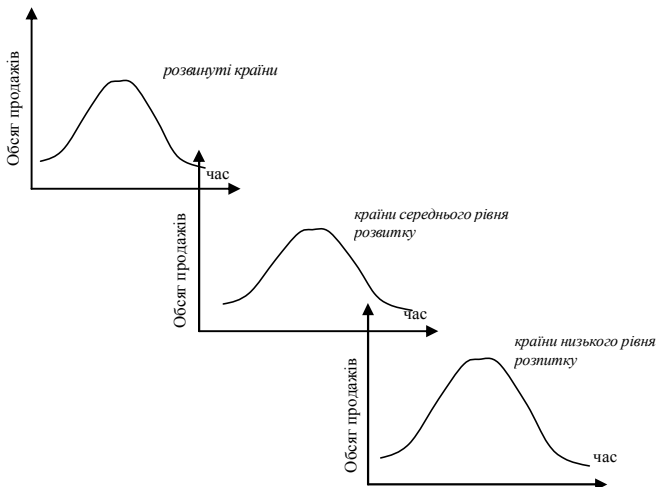


Рисунок 3.21. - Міжнародний поstadійний (традиційний) тип побудови ЖЦТ [10]

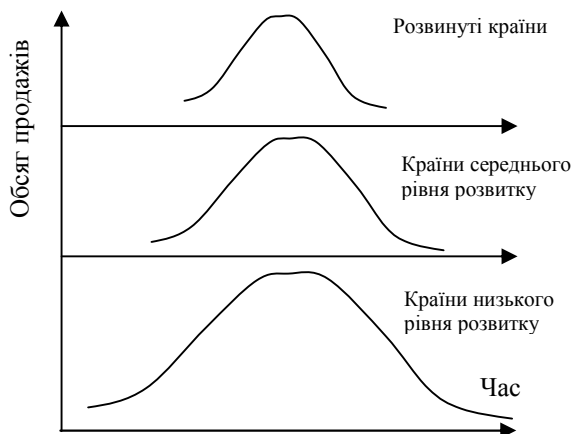


Рисунок 3.22. - Міжнародний синхронний тип побудови ЖЦТ [10]

Обрання *синхронного, послідовного* чи *випереджального типу побудови міжнародного ЖЦТ*, знаходження на тій чи іншій стадії його еволюції передбачає істотні відмінності у здійсненні товарної, цінової, збутової та комунікаційної політики компанії [10] (таблиця 3.1).

Таблиця 3.1.

Пріоритети ТНК з огляду на стадії ЖЦТ

Стадія ЖЦТ		Статус товару серед аналогів-конкурентів	Пріоритети маркетинг-міксу	Цілі реалізації маркетингової програми
1		2	3	4
1	Розробка товарів і вихід на внутрішній ринок	Відсутність товарів конкурентів	Товарна політика, комунікаційна політика	Знаходження "своїх" сегментів, формування прихильності до торгової марки
2	Продаж на внутрішньому ринку	Поява товарів-аналогів	Цінова, комунікаційна, збутова політика	Збільшення частки на ринку, оптимізація співвідношення "виручка-витрати"
3	Експорт товару з країни базування ТНК	Чітка диференціація товару, відсутність аналогів на міжнародних ринках	Міжнародна товарна, комунікаційна політика	Адаптація товару до вимог іноземних споживачів, активне формування прихильності до торгової марки

Продовження табл. 3.1

1	2	3	4	
4	Виробництво через спільні підприємства в країні дислокації ТНК	Конкуренція між товарами-аналогами місцевого та зарубіжного виробництва	Міжнародна цінова політика	Агресивне потіснення національних та іноземних конкурентів
5	Виробництво товару філіями чи підрозділами ТНК (пряме інвестування)	Жорстка конкурентна боротьба між товарами-аналогами	Міжнародна цінова, комунікаційна політика	Збільшення обсягів збуту, зростання частки продажів на зарубіжному ринку, цінова перевага над конкурентами
6	Реімпорт у країну базування ТНК	Наявність великого поля конку-5ентів як на внутрішньому, так і на міжнародних ринках	Міжнародна політика стимулювання збуту, цінова, дистрибуційна політика	Вихід на нові ринкові сегменти та утримання традиційних, раціоналізація конфігурацій збутових мереж, максимальне використання завершальних етапів міжнародного ЖЦТ

Істотну роль відіграє й вироблення єдиних (уніфікованих) стандартів і норм на ранніх стадіях розробки процесів чи продукту з метою уникнення необхідності їх узгодження на більш пізніх стадіях.

Прикладом глобальних товарів, адаптованих до регіональних (національних) умов, є популярні програми продукту корпорації "Майкрософт", такі як "Windows", "Word", і "Excel". Вони існують у численних національних версіях, зокрема російській, іспанській, чеській тощо мовах, а також у спеціальній англійській версії для Центральної та Східної, Європи.

3.3.2. Венчурний бізнес і нові форми інтеграції науки і виробництва

Венчурний (ризиковий) бізнес - якісно новий вид підприємницької діяльності, при якому здійснюється фінансування ризикованого підприємства, що працює над впровадженню у виробництво певної новації. Ризиковані (венчурні) фірми не повертають вкладені у них інвестором кошти і не виплачують відсотки на них. Зате інвестор отримує права на всі запатентовані і незапатентовані («ноу-хау») інновації та засновницький прибуток від ризикованих підприємств у тому випадку, коли вони добиваються

успіху. Більшість фірм венчурного капіталу існує у формі товариств з обмеженою відповідальністю.

Їхньою метою є отримання від різних фінансових інститутів коштів для створення ризикованих підприємств. У них, як правило, мала кількість працівників. Такі фірми створюються безпосередньо підприємцями, менеджерами, бізнесменами. Вони можуть бути окремими відділеннями крупних компаній і фінансових груп. Венчурне фінансування стимулює розвиток науково-технічного процесу, сприяє прискоренню впровадження новітніх досягнень науки у виробництво.

Передумовами створення венчурних фірм повинні бути наступні компоненти:

- інноваційні ідеї - нової технології, нового виробу;
- суспільні потреби і потреби підприємця, готового на основі ідеї організувати фірму;
- ризикового капіталу для фінансування діяльності з дослідження даної ідеї.

Венчурний капітал може бути вкладений не тільки крупними компаніями чи банком, але і державою, страховим або пенсійним фондом.

На відміну від інших така форма інвестування має специфічні умови:

- питома участь інвестора в капіталі фірми у безпосередній (прямій) і посередній формі;
- надання коштів на тривалий період;
- активна роль інвестора в управлінні фірмою, яку він інвестує.

Доцільно відмітити, що на початкові етапи розвитку бізнесу у підготовчий і стартовий періоди у США припадає 39% венчурних інвестицій. Середньорічний рівень прибутковості американських венчурних фірм складає майже 20%, що у три рази вище, ніж в цілому в економіці США. Але в більшості венчурні фірми не прибуткові, оскільки вони не займаються виробництвом, а передають свої результати фірмам експлерентам, пацієнтам, віолентам і комутантам.

фірми-експлеренти — це фірми, які просувають новації на ринок, їх ще називають фірмами-піонерами. Вони працюють на етапі максимуму циклу винахідницької активності з самого початку випуску продукції крупної компанії.

фірми-пацієнти — орієнтуються на вузький сегмент ринку. Вони задовольняють потреби, які сформувалися під впливом моди, реклами або інших засобів зародження попиту і проявляють свою діяльність на

етапах збільшення випуску продукції при падінні винахідницької активності.

Вимоги до якості і обсягів виробництва продукції у цих фірм пов'язані з проблемами заволодіння ринками, коли виникає необхідність прийняття рішення про проведення або припинення розробок, доцільність продажу або купівлі ліцензій тощо. Такі фірми вважаються прибутковими.

Фірми-віоленти — це фірми, які діють у сфері крупного традиційного (стандартного) бізнесу, володіють крупним капіталом і високим рівнем технології. Ці фірми розробляють силову стратегію», займаються масовим випуском продукції. Для широкого кола споживачів, яких задовольняє середній рівень цін і які виставляють «середні» вимоги до якості продукції. Науково-технічна політика фірми-віолента вимагає прийняття ряду важливих рішень: про запуск продукції у виробництво, зняття продукції з виробництва, інвестиції і розширення виробництва, заміну парку машин і обладнання, придбання ліцензій. Ці фірми прибуткові і функціонують при транснаціональних корпораціях.

Фірми-комутанти — це фірми, які діють у сфері середнього і дрібного бізнесу, і їх діяльність спрямовується на задоволення національних і місцевих споживачів на етапі падіння циклу випуску продукції, їх науково-технічна політика полягає в тому, щоби забезпечити своєчасну постановку продукції на виробництво, прийняття рішення про технологічні особливості виробів, що виготовляються фірмами-віолентами.

Фірми-експлеренти вступають у партнерські відносини з фірмами-патіентами, віолентами і комутантами.

Функції інноваційних менеджерів у цих фірмах можуть виконувати або традиційні менеджери або спеціалісти, яких запрошують із консалтингової компанії. При цьому необхідно враховувати особливості і специфіку різних фірм. Наприклад, для венчурних фірм і фірм-патіентів головною метою інноваційного менеджера є зниження ризику в життєдіяльності фірми і створення комфортних умов для її працівників. А інноваційні менеджери фірм-експлерентів, віолентів і комутантів повинні добре розбиратися у ситуації, що склалася на ринку, у специфіці попиту споживачів, оперативно і достовірно прогнозувати попит і можливі кризи.

Венчурні фірми створюються невеликими групами однодумців-інженерів, дослідників, менеджерів з відповідним досвідом роботи в лабораторіях.

Перевагами венчурних фірм є вузька спеціалізація, концентрація матеріально-технічних і фінансових ресурсів за обраним напрямком досліджень; можливість швидкої переорієнтації на інші напрямки.

Конкуренція примушує венчурні фірми максимально скорочувати терміни науково-дослідних розробок, інтенсивно впроваджувати новачії у виробництво. За кордоном венчурні фірми користуються підтримкою держави та великих компаній, яким не вигідно займатися розробкою нових технологій через ризик понести збитки.

Питання для контролю знань з теми 3.3:

1. Які є основні стадії циклу „дослідження-виробництво” в об’єднаннях підприємств і наукових установах?
2. Об’єднання підприємств і НДДКР.
3. Які є стадії і типи міжнародного життєвого циклу товару в транснаціональних корпораціях?
4. Які є нові форми інтеграції науки і виробництва?

3.4. ОСОБЛИВОСТІ ДІЯЛЬНОСТІ ФІНАНСОВО-ПРОМИСЛОВИХ ГРУП

Основні поняття: *фінансово-промислові групи, інституційна структура, фінансово-агропромислові групи, конгломерати, „сюдани”, „кейрецу”, „чеболі”, німецькі банки*

3.4.1. Загальні засади функціонування фінансово-промислових груп

Фінансово-промислові групи (ФПГ) – це диверсифіковані багатофункціональні структури, створені на основі об'єднання капіталів підприємств, кредитно-фінансових установ та інших організацій з метою максимізації прибутку, підвищення ефективності виробничих і фінансових операцій, посилення конкурентоздатності на внутрішньому і зовнішньому ринках, зростання економічного потенціалу всієї групи у цілому і кожного із її учасників окремо.

Останнім часом посилюється мотивація підприємств до входження в ФПГ, оскільки їх розвиток дає змогу забезпечити контроль над підприємствами і фінансово-кредитними установами в інтересах налагодження вигідних технологічних і господарських зв'язків. Багатьох економічних суб'єктів приваблює перспектива спільної реалізації пріоритетних загальнонаціональних програм, отримання необхідної державної підтримки ресурсів на поповнення оборотних коштів і технічне переоснащення виробництва, освоєння довгострокових і перспективних інвестиційних проектів. ФПГ, які охоплюють промислові підприємства, дослідні організації, торговельні фірми, банки та інші структури та засновані на внутрішніх договірних відносинах, стали своєрідним каркасом ринкової економіки багатьох країн.

В рамках ФПГ досягається [8]:

- концентрація грошових, матеріальних, науково-технічних, трудових, інформаційних ресурсів, необхідних для закріплення тенденції до економічного зростання та збільшення інвестицій у науково-технічний розвиток;
- взаємодія фінансового, промислового та інтелектуального капіталу;
- формування ефективного механізму самофінансування учасників ФПГ, оскільки в результаті інтеграції економічних, організаційних, технологічних та інтелектуальних потенціалів учасників ФПГ забезпечуються реальні механізми самофінансування, нарощування інвестиційних ресурсів для високоефективних виробництв;

- підвищення економічної стабільності учасників групи у зв'язку із створенням можливостей для надання допомоги збитковим підприємствам, які є незамінними в технологічному ланцюгу виготовлення кінцевої продукції;

- покращення кредитного обслуговування підприємств групи банками, які входять до складу ФПГ, через надання кредитів під більш низькі в порівнянні з ринковими відсотки, можливість пролонгування строку повернення кредиту, участь банку в проектному фінансуванні;

- можливість за рахунок високої концентрації капіталу реалізовувати масштабні науково-технічні розробки, створювати найбільш складні технічні і технологічні системи;

- можливість формування міжнародних коопераційних зв'язків на основі створення транснаціональних фінансово-промислових груп.

Структуру фінансово-промислової групи можна представити такими інституційними блоками:

- кредитно-фінансовий;
- промисловий;
- сільськогосподарський (агро-) блок;
- торговельний;
- науково-дослідний (рис. 3.23).

Кредитно-фінансовий блок включає в себе низку кредитно-фінансових установ: комерційні банки, страхові, інвестиційні, лізингові, трастові компанії, пенсійні фонди та ін. Ядром блоку виступає комерційний банк.

Основним завданням даного блоку є залучення і акумулювання фінансових ресурсів, а також розробка інвестиційної політики і здійснення капіталовкладень. Завдяки входженню до складу ФПГ банківських структур, підприємства-учасники групи отримують необхідні кошти в значній мірі за рахунок «власних банків». Банки зацікавлені в участі в ФПГ, оскільки при цьому створюються реальні можливості розширення сфери діяльності, підвищення потенціалу прибутковості і фінансової стійкості.

Інтерес банків до входження у ФПГ пояснюється такими причинами:

- банки, що входять до ФПГ, отримують можливість зайняти ключові позиції у перспективних інвестиційних програмах, що користуються державною підтримкою;

- внаслідок участі у ФПГ у банків з'являються можливості розширити сферу діяльності, причому в більш сприятливих умовах, ніж ті, що можуть скластися у випадку прямого інвестування коштів у конкретні програми;

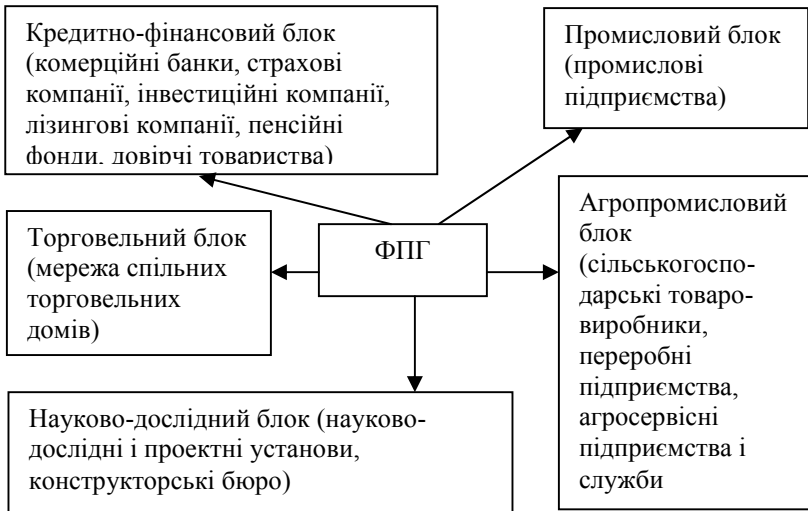


Рисунок 3.23. - Інституційна структура фінансово-промислової групи [8]

- у банків з'являється можливість отримати клієнтів-учасників групи зі значним фінансовим оборотом, що важливо з погляду можливих переділів зон впливу банків;

- фінансування великих інвестиційних проектів можливе лише під суттєві гарантії, які можуть забезпечуватися матеріальними, основними і оборотними фондами значних розмірів, які контролюються учасниками ФПГ;

- спільна діяльність з промисловими, торговельними, страховими структурами, спрямована на досягнення взаємовигідного результату, підвищує конкурентоздатність банку за рахунок покращення прогнозованості економічної ситуації, поглиблення спеціалізації з урахуванням перспективних напрямків наукової і виробничої діяльності клієнтів, комбінації ефектів від спільної діяльності; підвищення рівня опрацювання інвестиційних проектів [8].

Переваги функціонування банку у складі ФПГ полягають у тому, що:

- а) з'являється можливість одночасно і паралельно вирішувати взаємопов'язані завдання — формувати інвестиційні програми та шукати реального інвестора під ці програми. При цьому спеціалістам

банку легше підготувати обґрунтування інвестиційного проекту, який би задовольнив вимоги інвесторів, включаючи іноземних;

б) діяльність банку як фінансово-розрахункового центру групи створює можливості для учасників у галузі вирішення питань організації платежів і розрахункових відносин, а також кредитування підприємств. Це відноситься до створення системи клірингових розрахунків та інших інструментів.

Банк може надавати гарантії для підприємств при одержанні ними кредитів в інших банках, а також надавати кредити одним підприємствам під гарантії інших, що входять до складу групи.

Промисловий блок включає у себе групу промислових підприємств, які виробляють проміжну та кінцеву продукцію ФПГ.

Торговельний блок — це мережа спільних торговельних домів, або велика торговельна компанія, яка здійснює свою діяльність в інтересах всієї групи. Головним завданням торговельного блоку ФПГ є забезпечення умов для безперебійного функціонування виробничого процесу з урахуванням проведення грамотної цінової політики.

Агропромисловий блок (сільськогосподарський блок) включає сільськогосподарських товаровиробників, переробні підприємства, агросервісні підприємства та служби. Агропромисловий блок є характерним для агропромислових фінансових груп (АФПГ).

Агропромислова група — договірне добровільне об'єднання сільськогосподарських, промислових та інших підприємств з фінансово-кредитними установами, яке спрямовує свою діяльність на реалізацію державних та спільних програм і проектів фінансування виробництва, зберігання, переробки і реалізації кінцевої продукції сільськогосподарського виробництва, які створюються з метою отримання прибутку та структурної перебудови галузі [11].

За рахунок об'єднання інтересів підприємств-учасників в рамках АФПГ забезпечуються як реалізація повного успіху розширеного виробництва у сфері власного виробництва, так і створення, і платоспроможність попиту на продукцію АПК.

Доцільно створювати фінансово-аграрно-промислові групи в експортних галузях АПК (зернова, олійно-жирова, цукрова, молочна, м'ясна, плодоягідна, овочева, продукти дитячого харчування) шляхом впровадження сучасних та ресурсозберігаючих безвартісних технологій в цих галузях, які б охопили весь технологічний цикл, включаючи виробництво, переробку, зберігання, транспортування, упакування, рекламу, що дозволило б наблизити витрати виробництва на одиницю продукції, якість, ціну та дизайн до рівня світових стандартів для експортної продукції аграрного сектора.

Вихід експортних галузей АПК України на зовнішні ринки через господарський механізм АФПГ дозволить підштовхнути розвиток інших галузей АПК, які мають важливе значення для продовольчої бази країни.

Ефективність впровадження АФПГ для держави полягає в наступному:

- прискоренні застосування науково-технічних досягнень в агропромисловому виробництві;
- посиленні позиції держави у світовій економіці;
- звуженні сфери «тіньової економіки»;
- першочерговому фінансуванні проектів, зорієнтованих на експорт, які швидко скуповуються;
- здійсненні контролю уповноваженим банком за цільовими бюджетними коштами та спрямування їх на виконання державних програм, пріоритетних напрямів інвестиційної діяльності в сфері АПК;
- поєднанні інтересів приватного бізнесу і держави;
- зменшенні навантаження на бюджет;
- першочерговому спрямуванні іноземних інвестицій на реалізацію проектів у межах АФПГ.

Основними виробниками продукції АФПГ є сільськогосподарські та переробні підприємства, що формують свою діяльність у рамках спільного проекту. Спільний проект АФПГ - це основна економічна одиниця, в якій фінансові ресурси учасників АФПГ спрямовуються на створення капітальних активів, що дають прибуток за певний тривалий період часу.

Науково-дослідний блок представлений науково-дослідними та проектними установами, конструкторськими бюро, що забезпечують розробку науково-технічної документації, а також новітніх технологій, які дають змогу організувати виробництво нових видів продукції.

Механізми інтеграції підприємств у ФПГ:

Підприємства, що входять до складу ФПГ, пов'язані між собою численними зв'язками з приводу фінансової, виробничої, збутової та іншої залежності. Існує багато інструментів інтеграції підприємств у ФПГ. До основних механізмів консолідації капіталу можна віднести такі:

- 1) холдингова форма управління акціонерним капіталом групи;
- 2) довірче управління головним підприємством акціями учасників групи;
- 3) взаємне володіння акціями учасників ФПГ;
- 4) довгострокові фінансові зв'язки;

5) спільне відкриття акціонерної компанії (головного підприємства; торгового дому та ін.).

1). *Холдингова форма управління акціонерним капіталом групи.*

Холдинговий механізм групової організації є домінуючим у створенні і функціонуванні багатьох зарубіжних ФПГ як на національному, так і транснаціональному рівні. Досить часто холдинг виступає як компанія, котра володіє контрольним пакетом акцій учасників групи і визначає завдяки цьому стратегію групи.

Система участі в капіталі гарантує головному підприємству можливість здійснення контролю над дочірнім підприємством. Однак цей контроль, в основному має стратегічний характер. Механізм узгодження інтересів учасників групи визначають такі юридичні документи, як:

- угода з фінансових питань, яка регулює інвестиційну і дивідендну політику підприємств на наступний фінансовий рік;

- договір про єдине управління, котрий чітко визначає, які функції делегуються керівництву головного підприємства, тобто централізуються, а які виконуються децентралізовано, тобто кожними учасниками самостійно [12].

2). *Довірче управління головним підприємством акціями учасників групи.*

Як правило, таку функцію виконують трастові відділи банків. Розпорядження акціями дозволяє банкам посилити контроль над виробничими компаніями і розповсюдити його за межі їх частки участі в капіталі.

Основним джерелом поповнення траст-активів комерційних банків і здійснення фінансового контролю над нефінансовими установами є пенсійні фонди, інвестиційні та страхові компанії.

3). *Взаємне володіння акціями учасників ФПГ.* Взаємне переплетіння акціонерних долей є основою єдності групи. Суть його полягає у тому, що банки володіють акціями промислових компаній, а також інших банків, комерційних структур, а промислові об'єднання, у свою чергу, купують акції банків. У результаті власники великих виробничих корпорацій стають співвласниками банків, комерційних структур.

Як спосіб підтримання і регулювання діяльності фінансово-промислових груп наведена форма отримала найбільше розповсюдження в Японії. Середня частка перехресного володіння акціями всередині груп Міцубісі, Міцуї, Суміто склала 28,93%; груп Фуїе, Дай-іті Канте і Санва — 16,36%, у середньому частка шести головних ФПГ — 22,65% [13].

4). *Довгострокові фінансові зв'язки через кредитні відносини, які є менш жорсткою формою зв'язку в групі в порівнянні з відносинами корпоративної власності.*

Фінансові зв'язки промислових підприємств і банків проявляються у тому, що останні:

- беруть на себе певні функції концернів, які мають касовий і обліково-фінансовий характер, а саме: ведуть розрахунки з клієнтами концернів з укладених ними угод, виплачують дивіденди за їх акціями і проценти за облігаціями, здійснюють податкові чи інші платежі державі;

- організовують фінансування із третіх джерел: шляхом створення консорціумів комерційних банків; розміщення цінних паперів групами інвестиційних банків;

- виступають фінансовими і діловими консультантами корпорації, тобто надають комерційну інформацію; здійснюють операції зі злиття і поглинання підприємств, реорганізації і фінансового оздоровлення об'єднань та ін.

5). *Спільне відкриття акціонерної компанії.*

Характерною особливістю такого механізму інтеграції є те, що учасники створюють під своєю егідою спільні компанії і розробляють спільні інвестиційні проекти для проникнення у нові сфери, забезпечуючи таким чином зростання підприємницької активності підконтрольних структур.

3.4.2. Види і національні особливості обрання сучасних моделей ФПГ

Однією із найбільш поширених форм існування ТНК є транснаціональні фінансово-промислові групи (ТФПГ).

ТФПГ — це фінансово-промислові об'єднання, яким належать або які контролюють комплекси виробництва або обслуговування, що знаходяться за межами країни базування і мають широкую мережу дочірніх підприємств, філій і відділень у різних країнах та займають провідне місце у виробництві та реалізації того чи іншого товару [12].

Сучасні ТНК, діяльність яких всебічно диверсифікована, є міжнародними ТНК інтеграційного типу. Вони створюють реальну основу формування світової економіки, складниками якої є міжнародне виробництво з єдиним ринковим та інформаційним простором, міжнародний ринок капіталів, робочої сили, науково-технічних послуг.

На сучасному етапі економіка індустріальних країн демонструє різноманітні форми організаційно-господарської взаємодії міжкорпоративних об'єднань і побудови на їх основі фінансово-промислових груп. Серед великого розмаїття форм ФПГ є як традиційні концерни на чолі з потужною промисловою корпорацією, так і універсальні міжгалузеві фінансово-промислові об'єднання, то сформувались навколо банків [12].

В Росії група «Сибірський алюміній» і алюмінієві заводи компанії «Сибнафта» створили на початку 2000 р. національний холдинг "Російський алюміній", який контролює біля 75% виробництва алюмінію в Росії та 13% (друге місце) — у світі [14]. Група об'єднала власників великих російських алюмінієвих заводів, володіє підприємствами з виробництва глинозему. Структура цієї групи наведена на рис. 3.24.



Рисунок 3.24. - Структура групи "Російський алюміній"

Аналіз існуючих моделей сучасних ФПГ дозволяє виділити найбільш типові з них.

Американські фінансово-промислові конгломерати. Найвищою формою організації ФПГ у США є фінансово-промислові конгломерати (ФПК). Важливою особливістю сучасних ФПК є наявність міцної системи кредитно-фінансових установ, яка включає не тільки банки, а й трастові компанії, пенсійні та інвестиційні фонди, ощадні асоціації. Так, комерційні банки «Моргай Гаранті траст компанії», «Леман бразерс», «Бенк оф Америка» взяли участь у 80% угод, пов'язаних з поглинанням дрібних фірм [15].

На сьогоднішній день у США отримали поширення два основних типи ФПГ, що відрізняються між собою центром, навколо якого об'єднується вся група. В першому випадку консолідуючим ядром ФПГ виступає банківський холдинг, а в іншому — виробничо-технологічний комплекс.

Найбільш відомими ФПГ США, основу котрих складають потужні фінансові інститути, є групи «Чейз», «Моргана», «Мелона», «Лімена-Голдмена», «Сакса» та ін. Ядром групи «Чейз» є банк «Чейз Манхеттен Корпорейшн», який виник у 1996 році у результаті злиття двох потужних американських банків. Це об'єднання пройшло ряд етапів від сімейної групи Рокфеллерів до потужної диверсифікованої структури. Основу групи складає холдинговий контроль над 21 промисловим підприємством. Крім цього під контролем групи перебувають 2 страхові компанії [16].

Потужні промислові корпорації — це «Дженерал Моторз», «Дженерал електрик», «Форд мотор компанії», «Ай Бі Ем» та ін. В групу «Дженерал Моторз» входить більше 200 заводів у США, 12 — у Канаді і 32 підприємства в інших країнах світу, котрі виробляють біля 20% світового випуску автомобілів.

Зараз домінують в економіці США ФПК Нью-Йорка. Вони сконцентрували 90% усіх операцій інвестиційних банків, брокерських фірм і фондових бірж США; 50% активів «траст-відділів» комерційних банків і 35% кредитів, наданих корпораціям, 40% активів страхових компаній і більшу частину торгівлі федеральними облігаціями [15]. Взагалі, із ста найбільших транснаціональних компаній світу 27 базуються у США. На частку цих 27 компаній припадає 32,4% сукупних зарубіжних активів, 26% зарубіжних продажів і 25,6% зайнятих із ста найбільших ТНК. Сукупний обсяг продажів (сума зарубіжних і внутрішніх продажів) 27 американських ТНК склав 1257, 6 млрд. дол., у той час, як обсяг сукупних продажів усіх сотні найбільших ТНК склав 3983,9 млрд. дол [16].

Особливість японських ФПГ (сюдан) полягає у тому, що вони є комплексом незалежних промислових і банківських монополій, пов'язаних між собою системою господарських зв'язків. Сюдани — це самодостатні, універсальні багатогалузеві економічні комплекси (форми горизонтальних об'єднань), що включають у свою організаційну структуру фінансові установи (банки, страхові і трастові компанії), торговельні фірми, а також виробничі підприємства різних галузей народного господарства.

«Дзайбацу» - система відносин між фірмами і банками в Японії, відповідно до якої великі фірми організовані в невелику кількість груп.

Сьогодні економіка Японії перебуває під контролем шести великих ФПГ: «Міцубісі», «Міцуї», «Суміто», «Фуїо», «Санва», «Дайті Канге». Вони об'єднують 157 промислових і 24 фінансові компанії. Крім того, ці ФПГ опосередковано, через акції, контролюють близько 6 тис. фірм, що не входять до їх складу. Так, наприклад, «Санва» контролює 1034 фірми за межами своєї ФПГ [15].

Промислові об'єднання ФПГ побудовані, як правило, за принципом вертикальної інтеграції (японський варіант — «кейрецу»). Під егідою головної фірми перебувають безліч підпорядкованих їй дочірніх компаній (в єдності вони створюють свого роду верхній ярус вертикальної інтеграції). Всього ж таких ярусів налічується до чотирьох, оскільки більшість дочірніх по відношенню до головної фірми мають під своїм контролем інші. Варіанти відсоткового співвідношення акціонерного капіталу можуть бути різними, однак, як правило, перебувають у межах від 10 до 50%.

Так, головна фірма кейрецу — «Тойота», що входить до складу ФПГ «Міцуї», об'єднує під своїм контролем 15 підконтрольних компаній, які займаються виробництвом компонентів, автомобілів, фундаментальними дослідженнями, експортом та імпортом сировинних продуктів. «Тойота» володіє пакетами акцій таких компаній: 22,7% — «Аіті стіл уоркс», 39,8% — «Тойота ауто боді», 17,5% — «Ай-Ді-Сі», 36,8% — «Телеуей Джапан» і 27,5% — «Ай-ДІ-Оу» [12].

Важливою особливістю японських ФПГ є також посилення інвестування науково-технічних розробок. На початковому етапі становлення японських ФПГ їх економічною стратегією було придбання іноземних винаходів. Однак після зміцнення позицій американських та європейських технічних виробів японські ФПГ перейшли до створення власних передових технологій. Зазначений факт відіграв значну роль у тому, що сьогодні Японія за загальним рівнем економічного розвитку випередила Великобританію, Францію,

Німеччину. Вона посідає ведуче місце у світі за обсягами експорту товарів і капіталу.

Зосереджують увагу на виготовленні наукомісткої продукції і *південнокорейські ФПГ (чеболи)*. Державна політика надала пріоритет використанню непрямих важелів регулювання економіки. Тому зростають обсяги науково-дослідних і проектно-конструкторських робіт. *Чеболи* – створені на основі об'єднання самостійних фірм, які знаходяться у власності певних сімей і під єдиним адміністративним фінансовим контролем. У складі цих об'єднань формуються науково-дослідні і проектно-технологічні інститути, тому ФПГ Південної Кореї є фінансовими науково-промисловими групами (ФНПГ). Нині на світовому ринку корейські ФНПГ витісняють транснаціональні компанії американського, японського і західноєвропейського походження.

Південнокорейські ФПГ характеризуються високим рівнем диверсифікації. В кожній з них представлені провідні галузі промисловості. Наприклад, ФПГ «Самсунг» працює більше ніж у двадцяти галузях промисловості: «Самсунг Інжинірінг & Конст» (проектування і будівництво об'єктів в різних галузях); «Самсунг Файн Кемікелз» (виробництво добрив та інших хімічних товарів) і «Самсунг Дженерал Кемікелз Ко» (синтетичні волокна, каучук) – хімічна промисловість; «Самсунг Електронікс», «Самсунг Дейте Системз Ко», «Самсунг Дисплей Дивайсез», «Самсунг Електромекенікс» — приладобудування і електроніка; «Самсунг Хеві Інд.» – машинобудування; «Самсунг Петрол Кемікел» – Д нафтопереробка; «Кемікел Еаспейз Інд.» – авіабудування; «Самсунг Моторз» – автомобільна промисловість і найстаріша компанія групи – «Самсунг» – виконує функції головного торговельного дому [12].

Особливість формування *ФПГ у Німеччині* полягає у тому, що центрами ФПГ є, як правило, потужні банки, яким належить провідна роль у процесі інтеграції промислового і банківського капіталу. Прикладами є фінансова група Німецького банку (Дойче Бенк) з концернами «Сіменс», «Ганіель», «Байер», «Хеш», «Хенкель», «Хортен» та інші; фінансова група Дрезденського банку з концернами «Фольксвагенверк», «Крупп», «Шикедани», «Грундиг», «Откер» та інші; фінансова група Комерційного банку включає концерн «Гольдмідт», страховий концерн «Герлінг», торговельні концерни «Кауфхоф», «Карштадт» та інші. Одночасно з промисловістю ФПГ створюються в торгівлі, сільському господарстві, сфері послуг. Зараз у Німеччині багато фінансово-торговельних груп – «Арал», «Клекнер», «Кауфхоф», «Шикеданц» тощо [17].

Відбуваються процеси залучення до ФТГ середніх і дрібних торговельних підприємств у невеликих містах. У свою чергу, ФТГ підпорядковують собі або створюють промислові підприємства: ФПГ "Шикеданц" має своє текстильне, паперове і товарне виробництво, а "Неккерман" — радіозаводи і фабрики готового одягу.

Процес монополізації економіки Німеччини вийшов за національні межі і сприяв створенню транснаціональних ФПГ. Прикладом можуть бути ТФПГ хімічної промисловості «Фарбеніндастрі», автомобільної — «Фольксваген» та ін.

У грудні 2002 р. Європейським парламентом та Європейською Радою була прийнята Директива 2002/87/ЄС [19] про здійснення додаткового нагляду за кредитними установами, страховими та інвестиційними фірмами, що входять до фінансового конгломерату. Відповідно до Директиви 2002/87/ЄС не кожна фінансово-промислова група або фінансова група є фінансовим конгломератом.

Діяльність більшості конгломератів має глобальний характер

На сьогодні у світі функціонує близько 80 фінансових конгломератів. У США функціонують такі фінансові конгломерати як "General Motors", "Citigroup" і "OBV Inc."

Фінансові конгломерати беруть на себе роль маркетмейкерів - вони визначають правила гри на фінансовому ринку, впливають на ціноутворення, визначають напрями змін законодавчої бази, а також впливають на фінансовий ринок та макроекономічну кон'юнктуру в цілому [18].

Активно здійснюють діяльність на світовому ринку французькі фінансові конгломерати ("ABN AMRO France", "BNP Paribas" тощо), австрійські ("GRAWE" і "RZB-UNIQA"), фінансові конгломерати Великої Британії ("Julian Hodge Bank Group", "Lloyd TSB" тощо), Італії ("Banco Desio e della Brianza", "Generali" та ін.), Бельгії ("Axa(Belgium)" і "INVESTAR"), Швейцарії ("Swiss Re" і "Zurich Financial Services"), Іспанії ("Agrupacio Mutua/Bankpume", "Caixa d'Estalvis de Sabadell" і "Caixa d'Estalvis de Terrassa"), Чехії ("Petr Kellner (PPF)"), Словенії ("Triglav Group").

Фінансовий конгломерат "RZB-UNIQA", який представлений в Україні активами «Рийффайзен банк Аваль» і страховими компаніями «Кредо-Класик» та «Уніка Життя», має понад 550 офісів у Австрії і понад 3000 офісів в Європі в цілому [20].

"UniCredit Group" має світову мережу із 10000 офісів, у тому числі 2700 одиниць у Східній Європі. В Україні ця група контролює «Укрсоцбанк».

Процеси транснаціоналізації характерні і для банківської системи. Транснаціональні банки (ТНБ) виконують всі основні функції, необхідні для забезпечення руху і діяльності ТФПГ. ТНБ - це потужні банківські установи. Ідо досягли такого рівня міжнародної концентрації та централізації капіталу, який завдяки зрощенню з промисловими монополіями передбачає їх реальну участь в економічному розподілі світового ринку позичкових капіталів і валютно-кредитних ресурсів [16]. Найбільші банки утворюють світові фінансові центри, через які здійснюється рух міжнародних фінансових потоків.

На сьогодні склалися три основних регіони, де сконцентровані міжнародні банки: США, Західна Європа і Південно-Східна Азія.

ТНБ здійснюють міжнародні операції через складну мережу тісно пов'язаних закордонних відділень, філій і агентств, які розташовані в основних фінансових центрах світу, а також на національних ринках провідних країн.

Узагальнюючи, слід зазначити, що ТФПГ і ТНБ займають одну із ключових позицій у формуванні та функціонуванні міжнародного бізнесу і є найбільш активними учасниками міжнародних економічних відносин і потужною рушійною силою, спрямованою на інтеграцію національних економічних систем окремих країн у світову економічну систему.

3.4.3. Злиття і поглинання — сучасна тенденція міжнародної інтеграції підприємств

Узагальнення світового досвіду демонструє, що ТНК здійснюють свою діяльність в інших країнах, використовуючи у більшості випадків пряме інвестування в підприємства цих країн, що створює можливість здійснювати контроль і управління над об'єктами інвестування. Як правило, таке інвестування зводиться до придбання контрольних пакетів акцій підприємств, які в результаті стають дочірніми підприємствами ТНК. Придбання контрольних пакетів акцій може здійснюватися двома способами:

- а) за грошові кошти або інші активи;
- б) в обмін на власні акції інвестора.

Перший спосіб придбання підприємств відомий як поглинання, другий — злиття (об'єднання інтересів). Тенденція до злиття підприємств передбачає спільний розподіл ризиків та інтересів.

Однією з причин буму злиттів у США та Західній Європі є постійний підйом фондового ринку. Зростаюча ціна акцій дозволяє

компаніям здійснювати придбання підприємств, розраховуючись не готівкою, а власними акціями. Крім цього, економічне зростання в цих країнах створює загальний оптимістичний фон, на якому злиття виглядають засобом до подальшої експансії компаній і збільшення їх прибутків. Однак, головним чинником є зростання рівня глобальної конкуренції, що змушує компанії об'єднуватися у боротьбі за лідерство. Цим пояснюється різке зростання кількості і обсягів угод по злиттю підприємств.

На початку 2001 року укладено угоду про придбання концерном «Даймлер-Крайслер» 10% компанії «Хюндаї Моторз». Вартість угоди складе 490 млн. Євро [21]. Корейська компанія здійснить додаткову емісію, котра буде оплачена концерном. Телекомунікаційна компанія «Волд Ком. Інк» заявила про намір придбати концерн «Інтермедія Комюнікейшн Інк.» шляхом обміну акціями. Вартість угоди складе 3 млрд. дол. США [21]. Американський виробник комп'ютерів «Х'юлетт Пекерд Ко.» веде переговори з придбання консалтингового підрозділу компанії «Прайсвотерхауз Куперз» за 17-18 млрд. дол. США. Британська компанія «Шелл» придбала 37,5% акцій, що належать американській «Меретон», у компанії «Сахалін Енерджі» [14].

Прикладами міжнародних автомобільних об'єднань є придбання французьким автомобільним концерном «Рено» шведського «СААБ»; «БМВ» - англійського «Роллс-Ройс»; німецьким «Фольксваген» - чеської «Шкоди»; об'єднання і двох автомобільних гігантів «Мерседес» (Німеччина) і «Крайслер» (США) та інших [12].

У жовтні 2000 р. компанія «Дженерал Електрік» уклала угоду про придбання свого потужного конкурента «Ханівел». Вартість угоди оцінена у 40 млрд. дол.

Крім того, сьогодні спостерігається інтеграція банківської системи через процедури злиттів і поглинань. Транснаціональні банки — це потужні банківські установи, що досягають такого рівня міжнародної концентрації та централізації капіталу, котрий завдяки зрощенню з промисловими монополіями передбачає їх реальну участь в економічному розподілі світового ринку капіталів і кредитно-фінансових послуг [22]. Тенденція до злиттів і поглинань в основному характерна для банків Західної Європи, США та Японії.

У жовтні 2000 р. здійснено злиття двох провідних європейських банків — «Банку Австрія» і «Об'єданого Баварського банку». В результаті злиття утворився третій за величиною банк у Європі. Сумарний капітал гіганта складе більше 17,3 млрд. Євро, а спільні активи — 667 млрд. Євро [7].

З 1995 р. по 2010 рр. в Україні фінансово-промислові групи створювались навколо банківських установ і торговельних компаній. Контрольні пакети акцій потужних промислових підприємств часто не є власністю групи, а передані в управління державою одному із учасників ФПГ.

До складу ФПГ "Інтерпайп" входять Новомосковський, Дніпропетровський і Нижньодніпровський трубні заводи. Через банк "Кредит-Дніпро" група контролює Нікопольський феросплавний завод, а через торговельні компанії - Алчевський металургійний і хімічний заводи. Крім цього, до цієї ФПГ входить Могилівський металургійний завод. До основних сфер діяльності ФПГ "Інтерпайп" належать: трубна промисловість; гірничорудна промисловість; коксохімічна промисловість; експортно-імпорتنі операції; постачання газу і електроенергії на промислові підприємства [23].

Узагальнюючи, слід зазначити, що прийняття законодавства про ФПГ не стало стимулом стрімкого зростання їх кількості в Україні.

З часу прийняття Закону в Україні у 2001 році за рішенням Кабінету Міністрів України була створена лише одна ФПГ "Титан", яка проіснувала три роки. На сьогодні в Україні ФПГ, створених відповідно до зазначеного Закону, не існує. Як свідчить світовий досвід визначальною формою взаємовідносин фінансового та промислового капіталів на сьогодні стають великі об'єднання у вигляді концернів, консорціумів, холдингів.

Організаційна структура групи «Приват-Інвест» - вертикально інтегрована в таких галузях як нафтохімічна промисловість, чорна металургія і сільське господарство.

Центром групи є «Приватбанк» - одна із найбільших банківських установ країни, яка контролює торговельну компанію «Приватінтертрейдинг», два гірничозбагачувальних комбінати. Через цю торговельну компанію група контролює Дніпропетровський металургійний завод ім. Петровського і Костянтинівський металургійний завод [23].

Ядром ФПГ «Фінанси і Кредит» виступає банк «Фінанси і Кредит». Стратегічним підходом до побудови групи виступає широка диверсифікація. До її складу входять підприємства галузей металургії, автомобілебудування і енергорозподілення, як це показано на рис. 3.25.

Фактичними власниками ФПГ АКІБ «УкрСиббанк» є резиденти Російської Федерації (92%). Центральне місце займає АКІБ «УкрСиббанк». Метою групи є закріплення позицій російських інвесторів у кольоровій металургії, нафтохімії та стільниковому

зв'язку на Україні. Структура ФПГ АКБ «УкрСиббанк» наведена на рис. 3.26.

Формування ФПГ є однією із сучасних тенденцій розвитку світової економіки, тому їх створення в Україні є процесом об'єктивним. Для цього потрібно виробити необхідну правову базу з регулювання діяльності ФПГ, створених на ринкових засадах з метою консолідації фінансових і промислових потужностей і досягнення конкурентоздатності вітчизняної продукції.



Рисунок 3.25. - ФПГ «Фінанси і Кредит» [24]

Однією з перспективних організаційних форм виявлення активної ролі фінансів в оздоровленні економіки підприємств та розвитку інтеграційного процесу в сучасних умовах є фінансово-промислові групи (ФПГ), які були започатковані в промисловості, та їх різновид - фінансово-агро-промислові групи (ФАПГ) як форма прояву в агропромисловому виробництві.

При створенні сучасного інтегрованого об'єднання пріоритет надається фінансовому аспекту відносин його учасників. Це, зокрема, забезпечення їх фінансової стійкості, наявність в складі потужного інвестора — банку або промислового підприємства, які тісно задіяні в технологічному ланцюгу, мають спільну заінтересованість у кінцевих результатах, забезпечення об'єктивного підходу до міжгалузевого перерозподілу прибутку з урахуванням понесених витрат та циклів відтворення кожної з галузей в складі об'єднання - аграрної, промислової, банківської, торгівельної, що складно зробити на макрорівні.

Резиденти Росії

Резиденти України

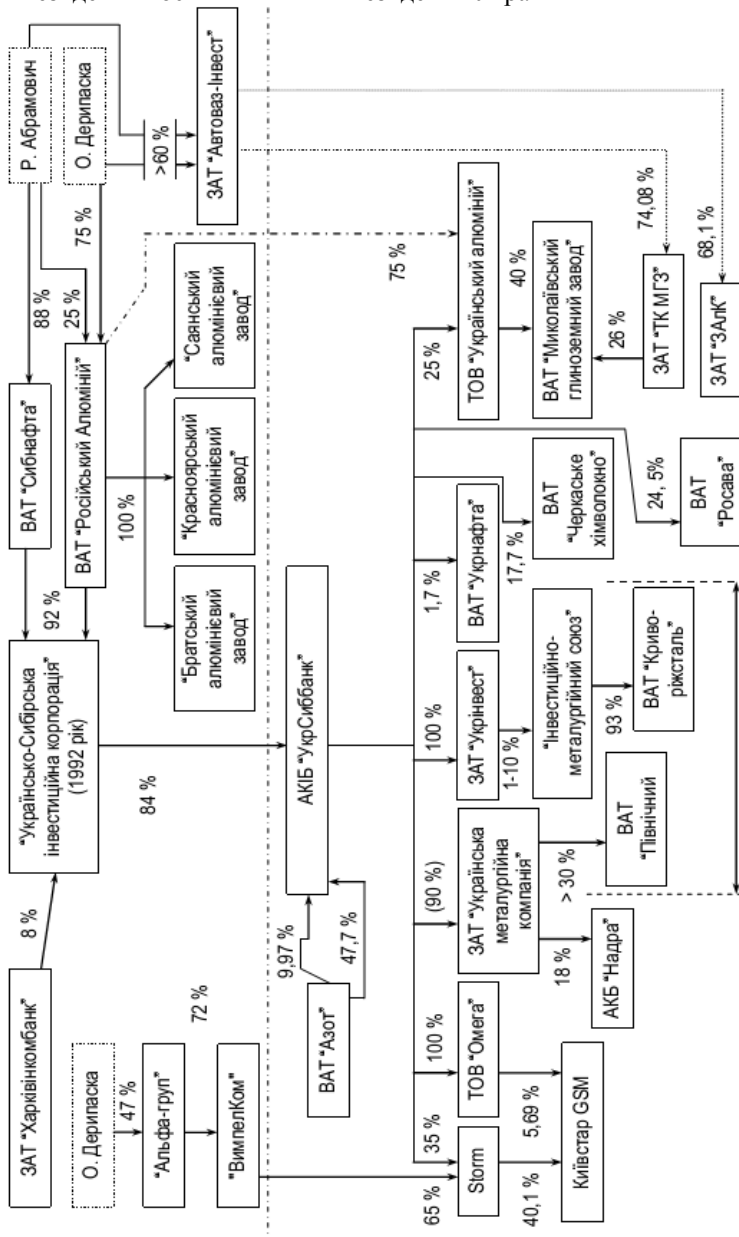


Рисунок 3.26. - ФПГ АКІБ «УкрСиббанк» [24]

На відміну від інших корпоративних форм (концернів, трастів, холдингів тощо) ФПГ, не будучи юридичною особою, поєднують під контролем головної компанії юридично та фінансове самостійні підприємства різних галузей економіки — промислові й сільськогосподарські підприємства, фінансово-кредитні установи, торгівельні і транспортні підприємства. Вони створюються з метою реалізації великомасштабних інвестиційних проектів, мінімізації витрат виробництва та оптимізації інвестиційного процесу, організації управління консолідованими фінансами.

У Конвенції про транснаціональні ФПГ визначено поняття «транснаціональна корпорація» включає в себе різноманітні транснаціональні структури, у тому числі фінансово-промислові групи, компанії, концерни, холдинги, спільні підприємства, акціонерні товариства з іноземною участю та інші.

Учасниками корпорації можуть бути юридичні особи будь-якої організаційно-правової форми, у тому числі з третіх країн. Порядок реєстрації корпорації визначається законодавством держави - місця її реєстрації.

Відповідно до Конвенції Сторони можуть на паритетній основі здійснювати заходи, які не суперечать законодавству країн і спрямовані на стимулювання створення і діяльності корпорації, у тому числі на:

- передавання у довірче управління корпорації або її учаснику пакетів акцій, що належать державі;
- зарахування заборгованості підприємства, акції якого реалізуються на інвестиційних конкурсах, в обсяг інвестицій, передбачених умовами конкурсу, для корпорації-покупця;
- надання державних гарантій для залучення різного роду інвестиційних ресурсів;
- відміну подвійного оподаткування учасників корпорації на території Сторін, де діє корпорація та її підприємства-учасники;
- здійснення безмитного ввезення і вивозу обладнання, продукції, робіт, послуг і переміщення капіталу між учасниками корпорації;
- надання банкам-учасникам корпорації інвестиційних кредитів через Міждержавний банк та іншої фінансової підтримки для реалізації проектів корпорації.

Згідно зі ст. 10 п. 1 Конвенції, корпорація представляє звітність у відповідності до законодавства держави - місця реєстрації корпорації. Крім цього, право власності корпорації та інших юридичних осіб, що входять до її складу, на прибуток і вироблену продукцію визначається

законодавством Сторін, юридичні особи котрих входять до корпорації, або на основі окремої міжурядової угоди.

В ст. 5. Конвенції наводиться інформація про режим здійснення інвестицій і гарантії від зміни законодавств. Стаття 6 Конвенції висвітлює питання щодо переліку вилучень і пріоритетів країн-реципієнтів. Перелік вилучень містить назви галузей, підприємств, організацій, які відповідно до національного законодавства.

Питання для контролю знань з теми 3.4:

1. На яких загальних засадах функціонують фінансово-промислові групи?
2. Організаційно-управлінська структура фінансово-промислових груп.
3. Які є механізми інтеграції підприємств у ФПГ?
4. Що таке фінансові агропромислові групи?
5. Що таке транснаціональні фінансово-промислові групи?
6. Назвіть моделі сучасних фінансово-промислових груп і визначте їх відмінності.

3.5. ГЛОБАЛІЗАЦІЯ РИНКІВ І ТРАНСНАЦІОНАЛЬНІ КОРПОРАЦІЇ

Основні поняття: *глобалізація, транснаціональна корпорація, приймаючі країни, країни базування, експансія.*

3.5.1. ТНК як різновид міжнародної компанії в умовах глобалізації

Виробництво стає глобальним, з'являються підприємства, які працюють "на весь світ".

Глобалізація – процес обміну товарами, послугами, капіталом, робочою силою, що виходить за межі державних кордонів і набуває форми постійного і неухильно зростаючого міжнародного переплетіння національних економік.

Глобальний підхід, спрямований на локальний ринок: «Думай глобально, дій локально».

Визначальною рисою якісно нового рівня у світовому господарстві стала втрата капіталом своєї виключно національної природи.

За організаційними принципами виділяють наступні типи міжнародних компаній: багатонаціональна, глобальна, транснаціональна.

Багатонаціональні корпорації (БНК) – міжнародні корпорації, що об'єднують національні компанії ряду країн на виробничій та науково-технічній основі. Характерними ознаками БНК є:

- 1) наявність багатонаціонального акціонерного капіталу;
- 2) існування багатонаціонального керівного центру;
- 3) комплектування адміністрації іноземних філій кадрами, що знають місцеві умови.

Глобальна компанія характеризується світовою взаємодією (кооперацією), значним поділом праці (спеціалізацією предметною), непостійною власністю ресурсів, непостійними продуктами і партнерами, застосуванням скоординованих стратегій кількох країн та можливістю входження в систему кооперації з великими корпораціями.

Комісія ООН по ТНК визначила ряд ознак, за якими в сучасних умовах можна розпізнати ТНК.

- річний оборот (обсяг продаж) більш 1 млрд. дол.;
- наявність філій не менш ніж в 6 країнах;
- частка закордонних активів повинна складати 25-30% в загальній вартості всіх активів компанії;

• 1/5-1/3 всього обсягу обороту компанії повинна приходиться на зовнішні операції, тобто реалізується за межами країни резиденції.

ТНК виникають під впливом цілого комплексу факторів:

1) інтернаціоналізації виробництва й капіталу на основі розвитку продуктивних сил;

2) експансії капіталу за кордон, створення власних відділень;

3) прагнення отримати надприбутки;

4) жорстка конкуренція, що приводить до концентрації виробництва й капіталу в міжнародному масштабі;

5) зниження значення геоекономічних кордонів.

Частіш за все називають шість причин утворення ТНК [10]:

• пошук нових ринків збуту;

• забезпечення виробництва сировиною;

• пошук нових технологій;

• підвищення економічної ефективності за рахунок переміщення виробництва у країни з меншими виробничими витратами;

• подолання перешкод політичного і законодавчого характеру;

• диверсифікація капіталовкладень.

Для більшості транснаціональних корпорацій їх зростання та розмір пояснюються диверсифікацією. Великі багатопродуктові компанії, як правило, водночас є багатозаводськими підприємствами. Певний час після закінчення Другої світової війни великі корпорації були мононаціональними. На початку 70-х років ситуація змінилася.

Глобальний підхід полягає в децентралізації управління ТНК і значному підвищенню ролі регіональних управлінських структур.

Основна *форма експансії* ТНК - вивезення капіталу. Міжнародна міграція довгострокового капіталу прискорила процес взаємопроникнення і переплетіння фінансового капіталу, посилила могутність ТНК. Зростаюча роль зарубіжних інвестицій як найважливішого і необхідного засобу забезпечення процесу відтворення - результат прискорення об'єктивного процесу інтернаціоналізації факторів виробництва у міжнародному масштабі. Завдяки системі міжнародного виробництва, заснованій на вивезенні капіталу, ТНК забезпечують собі значні прибутки навіть за умов загострення кризових явищ у світовій економіці.

У 1990-ті роки популярними були міжфірмові зв'язки не лише всередині ТНК, а й у їх відносинах з іншими господарюючими суб'єктами. Своєрідність цих зв'язків полягає у тому, що вони безпосередньо не зачіпають відносин власності. Компанії, що співпрацюють, зберігають свою автономію. У великих ТНК міжфірмові угоди, як правило, набувають форми стратегічних

альянсів. Вони укладаються між конкуруючими фірмами, які об'єднують свої зусилля у вирішенні окремих завдань. І хоча точне поняття транснаціональних стратегічних альянсів ще не визначене, фактично альянси зумовлюють формування міжнародної мережі міжфірмових зв'язків. Розширення цієї мережі - головний чинник посилення міжнародної економічної взаємозалежності країн. Отже, сучасні ТНК є силою, з якою не може не рахуватися жодна національна держава.

Ще одна особливість діяльності ТНК в сучасних умовах - прагнення зміцнити свої позиції на найбільш швидко зростаючих ринках. Саме у світлі цієї тенденції можливими є перспективи збільшення іноземних прямих інвестицій у країни Східної Європи та СНД у найближчі десятиріччя.

Так, на кінець 2012 р. в Україні діють понад 30 світових транснаціональних корпорацій. Серед яких можна виділити Alcatel, British American Tobacco, British Petroleum, Coca-Cola, Danone, Hewlett-Packard, Huawei, Kraft Foods (Mondelez International), McDonalds Corporation, Metro Cash&Carry, Nestlé, Nokia, PepsiCo, Procter&Gamble, Samsung, Shell, Siemens, SUN Inbev, Toyota, Unilever [25].

У першу сотню світових ведучих ТНК увійшли п'ять корпорацій із країн, що розвиваються («Yutchison Whampoa» – Гонконг, Китай; «Cemex» - Мексика; «LG Electronic» - Республіка Корея; «Petroleos de Venezuela» Венесуела; «Petronas» - Малайзія). Саме ці компанії виступали головною рушійною силою триваючої транснаціоналізації 50 найбільших компаній із країн, що розвиваються.

ТНК відіграють провідну роль не лише у світовій економіці, а й у міжнародному політичному житті. Вони все інтенсивніше впливають на політичні процеси в світі: втручаються у формування зовнішньої та внутрішньої політики держав, втілюють її у життя, мають у своєму розпорядженні арсенал коштів і можливостей реалізації та контролю власних інтересів.

Неважко пересвідчитися, що політичні позиції ТНК як у масштабах окремої держави, так і в масштабах всього світу визначаються їхньою економічною потужністю. Адже й в усьому світі зростаючий вплив на світовий політичний процес мають процеси, що відбуваються у світовій економіці. Могутня інтеграція, динамічне формування єдиного світового ринку, світових факторів виробництва, розвиток НТП, інтернаціоналізація виробництва, сфери обігу - все це створює матеріально-технічну базу для світового політичного процесу. Отже, незважаючи на відносну самостійність політичного процесу,

зберігається його детермінація економічними чинниками, провідним серед яких і є економічна могутність ТНК.

На зламі XX-XXI ст. спостерігалось зростання зовнішньоекономічної діяльності, в якій ТНК є торговцями, інвесторами, розповсюджувачами сучасних технологій, стимуляторами міжнародної трудової міграції. Вони відіграють провідну роль в інтернаціоналізації виробництва, в процесі розширення і поглиблення виробничих зв'язків між підприємствами різних країн.

Поява глобальних ТНК призвела до того, що нині третина світової торгівлі здійснюється в межах транснаціональних комплексів. Одним з лідерів серед глобальних ТНК є швейцарська «Nestle». Обсяг її зарубіжного продажу становить 98% від обсягу загальних продажів, у іншої глобальної компанії – «Philips» - цей показник – 88%, у «British petroleum» - 75%.

Ще один приклад діяльності ТНК в глобальних масштабах можна привести на основі такої компанії як «Amway». З допомогою розвитку НТП та унікальності своєї продукції дана компанія досягла світових масштабів, яка найперша почала займатися багатомережовим маркетингом. Філії цієї компанії розташовані більш ніж 80 країнах світу. Виробничі потужності розташовані в економічно вигідних кутках світу для ТНК.

Принципово новим моментом у транснаціоналізації капіталу є розширення діяльності ТНК у сфері послуг, особливо наукомістких. Цей процес засвідчує факт зростання значущості послуг в економіці, а головне - зміну самого характеру послуг, який набуває все більше виробничого значення.

Крім того, нова риса розвитку транснаціонального капіталу - поширення на приймаючі країни інноваційної активності, яка раніше була прерогативою материнських фірм. Відбувається це у результаті створення в інших країнах науково-дослідних центрів і технологічних парків, а також за рахунок поглинання місцевих фірм з високим інноваційним потенціалом. За даними міжнародної статистики, питома вага інновацій, що припадають на зарубіжні філії ТНК, постійно зростає.

Головна компанія, як правило, складається з холдингової та/або оперативної компанії. Холдингова компанія — компанія-власниця контрольного пакета акцій дочірніх товариств ТНК. Оперативна компанія - компанія, що здійснює загальностратегічне керівництво, фінансове, бухгалтерське планування, наукові дослідження, розробки, статистичний облік, зв'язок з громадськістю.

Підконтрольні підрозділи пов'язані з головною компанією виробничими і технологічними відносинами, зокрема це такі підрозділи:

1) філії та відділення, які не мають юридичної і фінансової самостійності;

2) дочірні акціонерні товариства, що є юридичними особами, які зберігають певну незалежність у фінансово-господарській і дослідницькій діяльності, але частково або повністю належать за капіталом холдингу ТНК;

3) конкретні підприємства, що здійснюють виробничу, збутову, обслуговуючу, фінансово-кредитну та науково-дослідну діяльність.

Виділяють такі джерела активізації ТНК:

- використання переваг володіння природними ресурсами (або доступу до них), капіталом і знаннями, особливо результатами НДДКР, перед фірмами, що здійснюють свою підприємницьку діяльність в одній країні і що задовольняють свої потреби в закордонних ресурсах лише за рахунок експортно-імпортних операцій;

- можливість оптимального розміщення своїх підприємств у різних країнах з урахуванням розмірів їх внутрішнього ринку, темпів економічного зростання, ціни і кваліфікації робочої сили, цін і доступності інших економічних ресурсів, розвиненості інфраструктури, а також політико-правових чинників, серед яких найважливішим є політична стабільність;

- можливість акумулювання капіталу в рамках всієї системи ТНК, включаючи позикові кошти в країнах розміщення зарубіжних філій, і вкладання його в найбільш вигідних для компанії обставинах і місцях;

- використання у власних цілях фінансових ресурсів усього світу. Джерелами їх фінансування є не лише і не так головні американські компанії, як фізичні та юридичні особи з приймаючих третіх країн. Для цього зарубіжні філії ТНК широко використовують позики комерційних і фінансових інститутів приймаючої держави і третіх країн, а не лише країн базування материнської компанії;

- постійна інформованість про кон'юнктуру товарних валютних і фінансових ринків у різних країнах, ще дає змогу оперативно переводити потоки капіталів) країни, де формуються сприятливі умови для отримання максимального прибутку, й водночас розподіляти фінансові ресурси з мінімальними ризиками (у тому числі ризиками від коливання курсів національних валют);

- постійне удосконалення раціональної організаційної структури, яка перебуває під пильним контролем) керівництва ТНК тощо.

Водночас зі стійкою тенденцією до розширення діяльності ТНК у сфері послуг спостерігається зниження частки інвестицій у базові галузі, видобувну і обробну промисловість.

Важливим чинником, який сприяв економії сировини в останні роки, є зростання використання повторної сировини, технологія якого істотно менш енергомістка, і за рахунок цього досягається значна економія палива та енергії.

Істотну роль у скороченні видобутку і споживання окремих традиційних видів сировини відіграють замітники. Зокрема, скорочення споживання сталі завдяки використанню більш дешевих пластмас, міді та свинцю - через заміну кабельного зв'язку супутниковим. Однак зниження матеріало- і енергомісткості не означає абсолютного скорочення потреб у сировині та паливі.

У зв'язку з процесами глобалізації посилюється необхідність розгляду на міжнародному рівні питань, пов'язаних з конкуренцією. На сьогодні чимало країн, серед яких і розвинені, вилучають цілі галузі економіки (сільське господарство, гірничо-промисловість, металургія) зі сфери дії національних правил конкуренції.

Злиття та поглинання компаній - найпоширеніший шлях розвитку ТНК.

Стратегія ТНК охоплює різні форми їх інтеграції: водночас із створенням традиційних зарубіжних філій створюється мережа філій за рубежем, які мають різний ступінь автономії щодо головної компанії, а також різні форми міжфірмових зв'язків (ліцензійні та субпідрядні угоди тощо). За допомогою інформаційної технології ТНК керують мережею підприємств, що виконують різні функції в багатьох регіонах і країнах. Така стратегія комплексної інтеграції дає змогу постачати товари на численні національні ринки і здійснювати необхідну сегментацію ринків.

У 1990-ті роки популярними були міжфірмові зв'язки не лише всередині ТНК, а й у їх відносинах з іншими господарюючими суб'єктами. Своєрідність цих зв'язків полягає у тому, що вони безпосередньо не зачіпають відносин власності. Компанії, що співпрацюють, зберігають свою автономію. У великих ТНК міжфірмові угоди, як правило, набувають форми стратегічних альянсів. Вони укладаються між конкуруючими фірмами, які об'єднують свої зусилля у вирішенні окремих завдань.

На нинішньому етапі саме ТНК, а не країни як такі, вважаються основними учасниками міжнародної торгівлі, переважний обсяг якої стосується торгівлі у межах ТНК напівфабрикатами та компонентами.

Конкурентні переваги ТНК:

- інформаційна обізнаність з економічними і політичними особливостями різних країн;
- володіння значними ресурсами капіталу, технологіями, управлінською майстерністю та здатність до їх оперативного переміщення;
- масштабність економіки.

У межах ТНК існують реальні можливості подовжити життєвий цикл продукту, налагоджуючи його виробництво в зарубіжних філіях у разі морального старіння продукту в країні основного базування.

Регулювання процесів іноземного інвестування в Україні здійснюється відповідно до Закону України «Про режим іноземного інвестування» від 19.03.1996 р. № 93/96-ВР.

В Україні ТНК зосереджують свою діяльність у таких галузях як телекомунікації, електроенергетика, нафтохімічна промисловість, харчова промисловість, громадське харчування, машинобудування та фінансовий сектор.

3.5.2. Оцінка політики експансії ТНК

У перші роки функціонування філії ТНК, у приймаючій країні, отримані доходи, як правило, значно перевищують видатки. З точки зору вигод ТНК залучає новий капітал, технології та менеджмент у приймаючу економіку, а вигоди, зумовлені зовнішніми факторами, великі, коли філія навчає працівників, встановлює зв'язки з місцевими постачальниками та покупцями і започатковує конкуренцію на локальному ринку. Водночас у перші роки видатки, як правило, малі, оскільки філія отримує скромні прибутки (або зазнає збитків), які здебільшого реінвестуються для зміцнення свого конкурентного становища. Проте з плином часу чиновники приймаючого уряду звичайно спостерігають зниження доходів і зростання видатків. ТНК може вже не залучати нового капіталу і технології до філії, а філія може надавати менше пільг, зумовлених зовнішніми факторами, при перетворенні свого виробництва в масове.

Керівництво материнської компанії розцінює репатрійовані прибутки як винагороду за підприємницькі зусилля, які пов'язані з утворенням філії.

З плином часу ТНК оцінює економічне відношення доходів до видатків філії в певній країні як зростаюче, тоді як приймаючий уряд оцінює його як спадне. Аж до моменту *A* включно приймаючий уряд задоволений відношенням доходів до видатків, але після *A* уряд вживає заходів до поліпшення цього відношення, вимагаючи, наприклад, щоб філія заснувала науково-дослідний центр, збільшила експорт, отримувала більше матеріалів і компонентів від місцевих

постачальників і менше — з-за кордону, рекомендувала громадян цієї країни на найвищі керівні посади, платила більші податки і припинила відрахування своїй материнській компанії. Якщо, оцінка приймаючого уряду зміститься за точку В, де видатки перевищать доходи, тоді уряд може чинити тиск на ТНК для продажу філії місцевим інвесторам. Останньою дією приймаючого уряду є конфіскація філії в односторонньому порядку. Та в деяких випадках оцінка відношення доходів філії до її видатків залежатиме від впливу негативних політичних факторів, які не стосуються економічної діяльності філії, і це слід враховувати приймаючому урядові в економічній оцінці відношення.

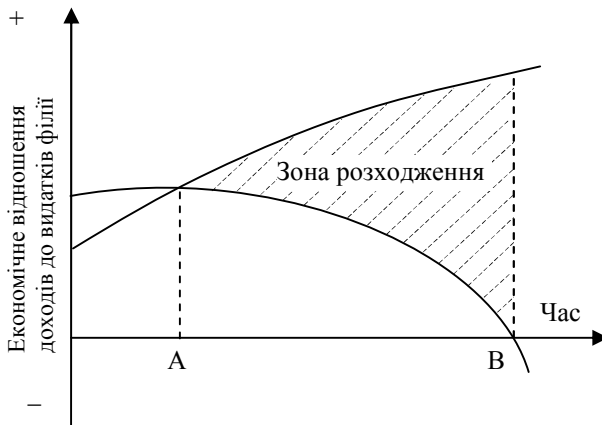


Рисунок 3.27. - Графік розходження в оцінці відношення доходів до видатків філії між приймаючим урядом та багатонаціональною компанією

Ці зміни в оцінці відношення доходів до видатків філії тісно пов'язані зі зміною у співвідношенні сил приймаючої країни та ТНК. Перед тим як зроблено початкові інвестиції, приймаючий уряд часто знаходиться в слабкій позиції на переговорах, оскільки ТНК має декілька варіантів вибору для інвестування в інших країнах. З метою залучення інвестицій приймаючий уряд змушений пропонувати якісь поступки, пільги, такі, як звільнення від податків на перші п'ять років функціонування філії. Проте, коли інвестиції вже зроблено, баланс у співвідношенні сил змінюється на користь приймаючого уряду. А ТНК вже вклала свої ресурси, які може бути втрачено, якщо філія не відстоюватиме своїх інтересів.

Проблема національних інтересів виникає на двох рівнях:

1) при розходженні політичних цілей приймаючих урядів і ТНК;

2) у разі тиску на урядову політику, спричиненого здатністю багатонаціональної компанії приймати рішення, що зачіпають приймаючу країну.

Крім того, до негативних чинників відноситься можливість забруднення своїм виробництвом навколишнього середовища в приймаючій країні.

ТНК може вирішити, що її глобальна система постачання виграє, якщо перемістить виробництво з країни А до країни Б або скоротить експорт з країни А на користь більшого експорту з країни Б. Або, знову-таки, багатонаціональна компанія може прийняти рішення проводити науково-дослідні роботи тільки вдома, у країні заснування; така політика перетворює філії у "заводи-відділення", залежні від технології материнської компанії.

Приймаючі країни можуть також, розглядати ТНК як загрозу національному суверенітету через те, що ідентифікують її з політикою вітчизняного уряду (у країні базування).

Окрім того, що приймаючий уряд переслідує цілі соціальної і національної безпеки, які не мають аналогів серед цілей приватних багатонаціональних компаній, майже завжди трапляється розходження цілей між двома сторонами внаслідок глибоких відмінностей у перспективах відповідних сторін. Приймаючий уряд обстоює свої економічні та інші цілі з національних позицій: він намагається збільшити вагу національних цінностей у своїй політиці. На противагу цьому багатонаціональна компанія виражає свої цілі з геоцентристських позицій; вона намагається посилити роль своєї підприємницької системи у глобальному масштабі.

Узагальнюючи, щодо негативних наслідків процесів транснаціоналізації, то передусім слід звернути увагу на те, що ТНК:

- дуже часто витісняють національний капітал з багатьох прибуткових галузей;

- використовують трансфертні ціни, що призводить до втрати державами податкових надходжень;

- переводять у країни свого базування значну частину одержаного прибутку;

- переносять за межі країн свого базування технології, що вже не використовуються, а також енерго-, матеріаломісткі та екологічно небезпечні виробництва тощо.

Щодо числа позитивних можна віднести такі, як:

- отримання національними економіками багатьох країн нових технологій та більш досконалих методів організації виробництва. Запроваджуючи інновації, ТНК підвищують кваліфікацію місцевих працівників не тільки на підприємствах-філіях, а й дуже часто на території країни базування корпорації;

- вирішення проблеми безробіття завдяки створенню нових робочих місць. Так, на підприємствах, то належать ТНК Сполучених Штатів у країнах Латинської Америки та Південно-Східної Азії, працюють близько 2,8 млн. чол. Вони отримують зарплату, що на 20-25 % перевищує аналогічний показник у національних компаніях.

Тимчасом протиріччя між економічними інтересами іноземного інвестора та приймаючого уряду може бути розв'язано з обопільною вигодою сторін з допомогою взаємоузгоджувального процесу, який можна систематично повторювати упродовж роботи філії.

Вирізняють чотири стадії зовнішньоторговельної експансії ТНК:

- попит певного зарубіжного ринку на товари корпорацій задовольняється за рахунок експорту таких товарів на зазначений ринок;

- ТНК утворює на відповідних зарубіжних ринках виробничі потужності для постачання товарів на ці нові ринки, при цьому експорт товарів з материнської компанії скорочується або взагалі припиняється;

- утворені компанії, продовжуючи постачати товари на місцеві ринки, починають освоювати ринки інших країн;

- утворені компанії починають експортувати до країни материнської компанії товари, виготовлені ними економічно ефективніше, ніж на освоєному ринку материнської компанії.

Стадії експансії ТНК уперше було помічено у сфері так званих первинних матеріалів (зокрема, нафти та міді), потім - в обробних галузях економіки, а нині - в третинному секторі.

Питання для контролю знань з теми 3.5:

1. Яка є організаційна структура транснаціональної корпорації?
2. Глобалізація і ТНК.
3. Що є інструментами національної політики регулювання діяльністю транснаціональних корпорацій?
4. Які особливості діяльності транснаціональних корпорацій Ви знаєте?

3.6. СТРАТЕГІЧНІ АЛЬЯНСИ ПІДПРИЄМСТВ

Основні поняття: *стратегічні альянси, стратегічні сім'ї, стратегічні системи*

3.6.1. Фактори і мотиви розвитку транснаціональних альянсів

У сучасних умовах процес транснаціоналізації відбувається в різних напрямках і формах. Це зумовлено низкою факторів, вплив яких був особливо відчутний в останні десятиліття XX ст. Коротко їх можна визначити так:

- у глобальній економіці відбувається зміна структури та джерел економічного зростання - високі технології, інновації, послуги та інформація стають визначальними його чинниками;

- відповідно до цього змінюються пріоритети інвестування - зі сфер природних ресурсів та промисловості до сфер технології, послуг, інформації й телекомунікації;

- у глобальній економіці, особливо за інтенсивного технологічного та інформаційного прогресу, спостерігається наростаюча диверсифікація та комбінування форм і способів транснаціоналізації різних видів діяльності й бізнесу;

- паралельно традиційним прямим і портфельним інвестиціям зростає різноманіття активів (цінностей) і способів діяльності, які є економічними передумовами та джерелами транснаціоналізації;

- глобальна конкуренція ставить все більш жорсткі вимоги до вибору найефективніших, найменш затратних форм транснаціоналізації.

Відповідно до вимог економічної раціональності та конкурентних переваг, а також з огляду на нові фактори розвитку світового економічного простору основними напрямками сучасної транснаціоналізації є:

- 1) інвестиційні - засновані на використанні матеріальних і фінансових активів у вигляді прямих та портфельних інвестицій;

- 2) не інвестиційні - засновані на трансграничній спільній діяльності, делегуванні функцій і партнерстві, розподілі та комбінації діяльності, трансграничному спільному використанні нематеріальних активів і отриманні спільних трансграничних результатів та їх розподілу між членами альянсу;

- 3) комбіновані - поєднання інвестиційних і не інвестиційних форм транснаціоналізації.

Відповідно до цього основними джерелами розвитку ТНК є інвестиційні джерела - трансграничні (іноземні) інвестиції, передусім прямі; не інвестиційні джерела - формуються на основі використання нематеріальних активів, партнерства та спільної діяльності; комбіновані джерела - прямі та портфельні інвестиції, нематеріальні активи і спільна діяльність.

Таким чином, у сучасних умовах глобальна стратегія транснаціоналізації здійснюється шляхом раціонального вибору (комбінації) інвестиційних і не інвестиційних форм транснаціоналізації. Така комбінація зумовила бурхливий розвиток транснаціональних, або глобальних, альянсів у світовій економіці.

Транснаціональні альянси в сучасних умовах є однією з найрозвинутіших форм і одним з найдинамічніших напрямів транснаціоналізації. *Транснаціональні альянси* - це глобальні форми здійснення партнерства, спільної або пайової діяльності на основі багатосторонніх контрактів (угод) компаній різних країн через здійснення спільної маркетингової, фінансової, інноваційної, інвестиційної та операційної діяльності.

Транснаціональні альянси - це відносно нове утворення в глобальній економіці. Серед перших транснаціональних альянсів - альянс "Форд Мотор Компані" (США) та "Мазда Моторс" (Японія), який було сформовано наприкінці 80-х років. Пізніше він відіграв вирішальну роль у створенні та розвитку автомобільної компанії "Kia Моторс" (Корея). Відтак транснаціональні альянси розвивалися практично в усіх основних сферах глобальної конкуренції - телекомунікації, інформатиці, авіаперевезеннях, сфері послуг та ін.

Інтенсивного розвитку вони набули з початку 90-х років. Спершу альянси були спрямовані на досягнення відносно простих цілей, таких, як координація збуту в регіональному чи глобальному масштабі або поширення інновацій і нових патентованих технологій у споріднених галузях ТНК. Економічна мотивація полягала у зниженні витрат на здійснення глобального маркетингу чи поширення технологій, а також збільшенні продаж за рахунок стабільних партнерських чи коопераційних зв'язків.

З середини 90-х років транснаціональні альянси стають довготривалими і мають комплексний характер, формуються для реалізації стратегічних цілей - створення й поширення нових технологій і продуктів, кооперації виробництва, спільного надання послуг та ін.

Виникнення альянсів - результат посилення глобальної конкуренції, передусім між ТНК, особливо нецінової конкуренції.

Глобальна конкуренція є визначальною, однак не єдиною причиною утворення транснаціональних альянсів. Причинами їх створення є також кон'юнктурні й виробничо-технологічні чинники розвитку, які впливають із визначення та органічних властивостей самих альянсів, але водночас мають власні характеристики, що диктуються кон'юктурою економічного життя. Такими причинами є

- подальша глобалізація ринків і розширення спектра геополітичних завдань розвитку, технологічна універсалізація господарської діяльності підприємницьких структур;

- коливання у співвідношенні валютних курсів окремих національних грошових одиниць і об'єктивна потреба маневру в інвестиційній політиці;

- можливість забезпечення додаткової трансакційної економії, заощадження на витратах;

- можливість підвищення прибутковості активів, що забезпечується поглибленням спеціалізації та організаційно-управлінською оптимізацією;

- подальший прогрес технологій, що спричиняє недоцільність, а іноді й підприємницьку неможливість наслідування паралельних курсів НТП.

Крім загальних рис, породжених цими причинами, процес утворення транснаціональних альянсів має певні національні особливості. Наприклад, відмінною рисою японських ТНК є акцент на "технологічному мотиві" при кооперуванні господарсько-підприємницьких зусиль, капітальних та інших ресурсів у такий спосіб. Для американських ТНК пріоритети більшою мірою зміщуються в конкурентну сферу. Іншими словами, часто рішення про утворення транснаціонального альянсу приймаються тоді, коли ринкова ситуація вимагає життя оборонних або наступальних заходів.

Під "технологічним мотивом" розуміють прагнення використати можливість форсованого освоєння завдяки господарським контактам у рамках ТСА нових технологій і, відповідно, закріпити за собою ніші ринків високої технологічної продукції. Конкурентний "мотив" спонукає ТНК до узгодження напрямів збутової діяльності, в тому числі до взаємного допущення на ринки збуту, що контролюються окремими корпораціями. Він особливо актуальний у разі загрози ринковим позиціям монополій в періоди криз. Транснаціональні альянси створюють можливості для трансграничного використання та взаємовпливу конкурентних переваг, а також формування нових конкурентних переваг. Основні конкурентні переваги, на використання і створення яких спрямовані альянси, охоплюють:

- конкурентні переваги компанії (як правило, глобального лідера в галузі) па трансграничній основі, їх трансферт або використання іншими компаніями - членами альянсу в інших країнах;
- конкурентні переваги країни для використання в інших країнах;
- конкурентні переваги кластера споріднених галузей на трансграничній основі;
- трансграничну інтерналізацію конкурентних переваг у рамках транснаціонального альянсу.

Завдяки використанню конкурентних переваг результати діяльності альянсів є вагомішими, ніж за "простої" транснаціоналізації. Як правило, в рамках альянсу досягається вища економія на масштабі, можливість маневрування виробничими ресурсами і окремими складовими виробничих потенціалів, прискорене впровадження досягнень НТП, підвищення ефективності всієї маркетингової діяльності.

Таблиця 3.2.

Напрями діяльності стратегічних альянсів

Альянси	Напрямок діяльності
"Сіменс" - "Інтел" (ФРН) - (США)	Розробка та виробництво мікропроцесорів
"Сіменс"- "Тошіба" (Японія)	Створення компонентів напівзамінних типів
"Тошіба" - "ЛСІ ЛОДЖІК" (США)	Створення нового покоління електронних компонентів
"Тошіба" - "Моторола"(США)	Розробка прецизійної технології
Тошіба"- "Камінз Енджін"(США)	Розробка дизельного двигуна з тонкої кераміки
Дженерал Електрик" - "Філіпс" (Великобританія) (Голландія ⁴)	Виробництво електронних приладів для медицини
"Еріксон" - "Матра" (Швеція) (Франція)	Виробництво телекомунікаційної техніки
"СГС" - Томпсон» (Італія) (Франція)	Виробництво електронних компонентів
"Фудзітсу" — "Вектор Дженерал" (Японія) США)	Розробка підсистем побудови графіків
"Міцубісі Хеві" , "Вестінгауз" (Японія) (США)	Розробка ядерних реакторів
"Міцубісі" - "Боінг" (Японія) (США)	Розробка авіалайнера

Крім конкурентних переваг, альянси базуються на взаємній узгодженості довгострокових стратегічних планів партнерів та основних цілей їх діяльності. Такими цілями є, наприклад, приріст вартості (ефективності), збільшення інновацій і знань, гнучкості та масштабу діяльності, збереження й посилення конкурентних переваг.

Зростання кількості стратегічних альянсів між ТНК за останні роки значною мірою спричинене посиленням глобальної конкуренції та швидкими темпами науково-технічного прогресу. Найбільша кількість стратегічних альянсів між ТНК створюється з метою розподілу багатомільярдних затрат на науково-дослідні та дослідно-конструкторські роботи (НДДКР), а також з метою отримання доступу до перспективних ринків.

3.6.2. Форми транснаціональних альянсів

Транснаціональні альянси мають певні форми вияву. Вони визначаються функціональним призначенням створюваного альянсу, його масштабами, джерелами транснаціоналізації та ін. Розглянемо деякі з цих форм.

Відношення взаємного співробітництва між різними ТНК може виражатися як:

- стратегічні альянси – різного роду гнучкі міжфірмові коаліції (союзи), що створюються для сумісного рішення, орієнтованих на глобальний ринок конкурентних завдань в тієї чи іншої галузі, але дозволяючі продовжувати суперництво в інших сферах (найбільш поширені технологічні альянси, угоди про сумісне виробництво та в галузі збуту);

- стратегічні сім'ї – це об'єднання конкуруючих між собою партнерів з метою проведення взаємодоповнюючої стратегії, від якої залежить їх успіх на ринку (найбільш поширені в Японії);

- стратегічні системи – це коопераційні об'єднання великої кількості підприємств різних галузей (виробничих підприємств, торгівельних фірм, банків) на умовах довгострокового співробітництва з метою обміну важливою інформації, персоналом і технологіями.

За ступенем регіоналізації транснаціональні альянси можна класифікувати як (а) національні - створені компаніями однієї країни; (б) транснаціональні - створені компаніями двох або більше країн, діють на трансграничній основі; (в) глобальні - створені компаніями декількох країн, діють у глобальному масштабі.

Ступінь транснаціоналізації чи регіоналізації (глобалізації) альянсу суттєво впливає на регулятивне середовище його діяльності,

оскільки це передбачає необхідність урахування умов державного та міждержавного регулювання на трьох рівнях: національному, регіональному (регіональної інтеграції) та глобальному.

З економічної точки зору, створення альянсів впливає з відокремлення функцій (права) власності на активи (матеріальні й особливо нематеріальні) та їх ефективного використання на трансграничній основі, а також відповідної комбінації різних функцій розпорядження, використання та управління спільною діяльністю.

Основним економічним мотивом створення транснаціональних альянсів є відносно скорочення прямих інвестицій і досягнення економічного ефекту за рахунок трансграничного використання нематеріальних активів, пайової участі, партнерства або розподілу та комбінації функцій.

Таким чином, для ТНК та інших компаній, які ведуть міжнародний бізнес, стратегічне управління передбачає вибір (раціональну комбінацію) *інвестиційних і не інвестиційних форм розвитку і транснаціоналізації*.

Фактори, які впливають на вибір між інвестиційними та не інвестиційними формами транснаціоналізації і створення альянсів, хоч і є багатоплановими, однак визначаються економіко-правовим середовищем, в якому створюються транснаціональні альянси. З огляду на це їх можна об'єднати у дві групи: юридичні та економічні фактори.

Юридичні фактори: вибір інвестиційних і не інвестиційних форм має базуватися на юридичній можливості розподілу функцій або спільної діяльності чи перетворення виключних активів (власних активів компанії) на активи спільної діяльності. Це пов'язано з проблемою юридичного врегулювання розподілу спільних функцій і спільного використання активів, а також використання результатів спільної діяльності чи партнерства. До останніх відносять передусім режим оподаткування та репатріації доходів, умови застосування угод про уникнення подвійного оподаткування, режим спільного використання активів, лізингу, ліцензування та ін.

Найвпливовішими у групі економічних факторів є фактори витрат і економії, глобальна конкуренція, наявність досвіду діяльності в зарубіжних країнах, ризик та його редукція, ефективність менеджменту та контролю, знання місцевих умов здійснення діяльності.

Фактори витрат і економії, їх урахування базується на аналізі можливостей економії витрат або відносного скорочення інвестиційних витрат шляхом спільного використання активів. При

цьому визначаються можливості відносного скорочення фіксованих витрат унаслідок економії від збільшення масштабу та змінних витрат завдяки спільному використанню ресурсів і сучасних технологій. Співвідношення цих витрат дає змогу визначити оптимальний масштаб діяльності альянсу або мінімальний обсяг діяльності, який зумовлює приріст ефективності за рахунок створення альянсу. Необхідно також визначити додаткові операційні витрати передусім управлінські, що пов'язані з функціонуванням глобальних альянсів.

Рівень і характер ризику в транснаціональних альянсах відносно зменшується порівняно з прямими інвестиціями через його диверсифікацію. Очевидним є зменшення політичного ризику, оскільки транснаціональні альянси не потребують значних капіталовкладень за кордоном і, отже, зменшуються ризики експропріації та обмежувальних дій урядів інших країн. Розподіл і спільне використання закордонних активів, пайова участь у проєктах забезпечують диверсифікацію ризику для кожного учасника альянсу. Розосередження операцій у різних країнах сприяє зменшенню операційних, комерційних і валютних ризиків.

Ефективність менеджменту та контролю. Необхідність цього визначається передусім глобальним характером спільної діяльності та координації функцій членів альянсу. Важливість здійснення ефективного контролю зростає із збільшенням масштабів і диверсифікації діяльності транснаціональних альянсів. Складність або унікальність продукту й технологій потребує чіткого управління, контролю якості та послуг у межах діяльності транснаціонального альянсу. Цього досягають запровадженням стандартизованих процедур контролю і сучасних технологій менеджменту в рамках альянсів.

Інший важливий аспект - здійснення контролю за витратами спільної діяльності, прибутками та їх розподілом. Він передбачає узгоджену цінову й тарифну політику, урахування диференціації податкових і митних умов діяльності різних учасників альянсу.

Фактор присутності на регіональному ринку та знання місцевих умов здійснення діяльності є важливим для інших компаній - учасниць альянсу. Це дає відчутні економічні переваги:

а) значно зменшує трансакційні витрати, або витрати на входження на ринок нової країни, через кооперацію з учасником альянсу, що вже присутній на ринку;

б) посилює конкурентні переваги учасників альянсу на ринку країни за рахунок кооперації та координації їх діяльності.

Основними функціональними формами транснаціональних альянсів є: ліцензування, франчайзинг, контракти під ключ, контракти на управління, транснаціональні консорціуми.

Провідна функціональна форма - *ліцензування*. Ліцензування в глобальній економіці - це трансгранична угода, в межах якої власник ліцензії (ліцензіар) передає користувачу в іншій країні (ліцензіату) права на використання певних нематеріальних активів на певних умовах, у тому числі фіксований платіж за користування ліцензією - роялті. Розмір фіксованого платежу визначається в межах розрахунку ціни ліцензії.

Основними компонентами ліцензування та укладання ліцензійної угоди є: (а) визначення нематеріальних активів які є винятково власністю ліцензіара; (б) погодження основних умов ліцензійної угоди; (в) визначення ціни ліцензії або вартості ліцензійної угоди.

Об'єкти ліцензування - різні види нематеріальних активів і прав інтелектуальної власності. Розрізняють такі основні види нематеріальних активів:

- авторські права на інтелектуальні продукти - літературні, музичні та інші, що регулюються правом інтелектуальної власності, а також концепції творів і сюжети;

- патенти, винаходи, конструкції, схеми;
- торговельні марки, фірмові назви та фірмова ідентифікація;
- франчайзинг, контракти і самі ліцензії;
- програми, системи, процедури, проекти.

Ліцензіар надає права на використання його інтелектуальної власності ліцензіату, а також інформацію, яка уможлиблює використання таких прав. Ліцензіат використовує надані права і сплачує відповідні платежі ліцензіару.

Умовами ліцензійної угоди є визначення таких основних параметрів:

1. Тип ліцензії: повні; лімітовані; ексклюзивні або не ексклюзивні; термінові або нетермінові.

2. Ліцензії можуть діяти на території певної країни або використовуватися за її межами.

3. Ліцензії можуть бути загальними або генеральними. Може існувати одна компанія в країні, яка надає субліцензії.

4. Умови використання ліцензії: умови отримання; умови передачі; умови контролю за дотриманням технології, якості та інше; загальні умови щодо змін, стосовно взаємин між ліцензіарами та ліцензіатами; умови застосування.

5. Обмеження щодо обсягу використання ліцензії.

6. Обмеження щодо експорту продукції, виробленої на основі ліцензії, в треті країни.

7. Розмір і періодичність ліцензійних платежів та їх характер - фіксовані (на певний час) і змінні (залежать від обсягу продукції та інших параметрів).

8. Відповідальність за порушення умов ліцензійної угоди.

Оцінка вартості ліцензійного контракту залежить від таких факторів: (а) ексклюзивності чи не ексклюзивності ліцензії; (б) наявності ринкових обмежень використання ліцензії, включаючи експорт; (в) обмежень щодо обсягу виробництва; (г) терміну дії; (д) новизни технології; (е) рівня конкуренції; (є) політичного та ділового ризиків у країні, якій надається ліцензія; (ж) рівня технології в країні, якій надається ліцензія.

Ціна ліцензії визначається за верхнім та нижнім обмеженням. Ціна пропозиції завжди вища, її розраховують за оцінкою потенційного прибутку від використання ліцензії та пропозиції ліцензіара. Верхній ліміт ціни визначається очікуваними прибутками ліцензіата й очікуваними витратами ліцензіата на придбання аналогічної ліцензії у конкурентів. Нижній ліміт ціни ліцензії визначається витратами на передачу та застосування.

Франчайзинг - це угода компаній, згідно з якою відбувається передача прав на використання торговельної марки способів здійснення торгівлі або надання послуг, які мають суттєве значення для бізнесу, її учасниками є дві сторони, перша - компанія, що має права на франчайзинг і передає їх іншим компаніям (франчайзер); інші компанії як сторони угоди, що набувають прав на франчайзинг (франчайзи).

Франчайзингова угода - угода, за якою франчайзой надає права на використання фірмових марок або в систем послуг чи інше та підтримує франчайзи у використанні цих прав.

Типовим прикладом франчайзингу є транснаціональні готельні системи, зокрема "Холідей Інн", "Хілтон", "Інтерконтінентал", "Форум" та інші; системи швидкого харчування - "МакДоналдс", "Піцца Хат", "Бургер Кінг", "Данкін Донатс" та інші; торговельні системи - "Маркс енд Спенсер", "Білла" та ін.

Франчайзер надає право на використання назви, торговельної марки, фірмового стилю, ділової репутації, доступу до системи бронювання певної готельної системи або постачання товарів; надає послуги з підготовки персоналу та інші й отримує за це фіксовану винагороду.

Майже половина послуг у роздрібній торгівлі, системі харчування та готельному бізнесі розвинутих країн надається за френчайзингом.

Контракт "під ключ" - контракт на здійснення певних робіт із спорудження нового підприємства або об'єкта інфраструктури, що передбачає повну відповідальність генерального контрактора за будівництво, ефективне використання інвестиційних коштів і початок роботи підприємства за планом. Це формує взаємовідносини компаній таким чином, що вони працюють на досягнення кінцевого результату - вихід нового виробництва на проектну потужність. Такі контракти є транснаціональними, оскільки в них беруть участь субпідрядники та постачальники окремих видів сучасного устаткування і технологій з різних країн.

Контракт на управління, укладається між власником підприємства або компанії та іншою компанією-оператором на здійснення ефективного управління певним підприємством або інвестиційним проектом. Таким чином відбувається застосування досвіду управління здебільшого до компаній, які націоналізовано або приватизовано у країнах, що розвиваються, в Центральній Європі або країнах СНД. Це означає, що компанія здійснює управління об'єктом, несе відповідальність за його роботу й отримує винагороду залежно від досягнутих результатів.

Різновидом контракту на управління є *концесія* - отримання прав на будівництво та експлуатацію об'єктів інфраструктури (шляхи сполучення, порти, електростанції та ін.), розробку й експлуатацію природних ресурсів або використання родовищ корисних копалин інвесторами на основі розподілу продукції між інвестором і державою.

Контракти названих вище видів як нематеріальний актив мають певну цінність і тому можуть бути об'єктом продажу, застави і забезпечення фінансування, а також різновидом оренди.

Питання для контролю знань з теми 3.6

1. Що таке стратегічні альянси підприємств та за якими мотивами і факторами вони створюються?

2. Які функціональні форми транснаціональних альянсів Ви знаєте?

3. Чим відрізняються стратегічні альянси підприємств від інших організаційних форм об'єднання підприємств?

Приклад фрагменту тесту для самоконтролю знань (Модуль 3):

1. Зазначте, за якою організаційною структурою управління штаби мають тільки дорадчі права щодо управління підприємством:

- а) лінійною;
- б) функціональною;
- в) дивізійною;
- г) лінійно-функціональною.

2. Для компаній яких країн характерний випереджальний тип побудови життєвого циклу товарів?

- а) США;
- б) Німеччини;
- в) Японії;
- г) Франції.

Список використаних джерел до третього розділу

- 1. Винслав Ю., Лисов В. Становление холдинговых компаний: правовое и организационное обеспечение // РЭЖ. – 2000. -№5-6. – С. 57-69.
- 2. Nestlé в світі. [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://www.nestle.ua/aboutus/globalpresence>.
- 3. Уманців Г.В. Холдингові компанії та промислово-фінансові групи у сучасній економіці. - К.: ВІРА-Р, 2002. - 420с
- 4. Закон України "Про банки і банківську діяльність". [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2121-14>
- 5. Закон України "Про холдингові компанії в Україні". [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3528-15>
- 6. Закон України "Про державну реєстрацію юридичних осіб та фізичних осіб - підприємців". [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/755-15>
- 7. Украинская инвестиционная газета. – 2000. -№39.- с.8.
- 8. Круглов М.И. Стратегическое управление компанией. Учебник для ВУЗов. – М.: Русская деловая литература, 1998. – 768 с.
- 9. Панченко Є.Г. Міжнародний менеджмент: Навч.-метод. посіб. для самост. вивч. дисц. - Вид.2-ге, без змін. - К.: КНЕУ, 2006. – 468 с.
- 10. Транснаціональні корпорації: навчальний посібник / В.Рокоча, О.Плотніков, В.Новицький та ін. - К.: Таксон, 2001. – 304 с

11. Рильський М.В. Проблеми створення промислово-фінансових груп в АПК України: Автореф. дис. – К.: - 1999. – 18 с.
12. Ленский Е.В., Цветков В.А. Транснациональные финансово-промышленные группы и межгосударственная экономическая интеграция: реальность и перспектива. – М.: АФПИ еженедельника «Экономика и жизнь», 1998. -296 с.
13. Евсеенко А., Некрасовский К. О японских «сюданах». // РЭЖ.- 1995. -№12. - с. 67-76.
14. Украинская инвестиционная газета. – 2000. -№42.- С.8., С. 23.
15. Дедекаев В. Американські фінансово-промислові конгломерати. // Діло.- 1994.- №44.- С. 3.
16. Мовсесян А.Г. Американские транснациональные корпорации в современной мировой экономике//США. Канада: Экономика. Политика. Культура. -2000.- №12.- С. 103-117.
17. Дедекаев В. Фінансово-промислові групи. Німецький досвід // Діло.- 1994.- №37.- С. 3.
18. Власенкова Ю.Б. Перспективы развития финансовых супермаркетов в России // Банковское дело.- 2007.- №6. – С. 88–90.
19. European Parliament and Council Directive 2002/87/EC of 16 December 2002 on the supplementary supervision of credit institutions, insurance undertakings and investment firms in a financial conglomerate and amending Council Directives 73/239/EEC, 79/267/EEC, 92/49/EEC, 92/96/EEC, 93/6/EEC, 93/22/EEC, 98/78/EC and 2000/12/EC // europa.eu.
20. В.М. Кремень. Виникнення і особливості діяльності фінансових конгломератів на світовому фінансовому ринку. //Світове господарство і міжнародні економічні відносини. Актуальні проблеми економіки №5(95), 2009.- С. 32-38
21. Фондовый рынок. -2000. – 20 сентября. с. 19.
22. Мовсесян А.Г. Транснациональные банки в мировой экономике//Банковское дело. -2000.- №9.- С. 10-13.
23. Кизим Н.А. Концентрация и интеграция капитала. – Х.: Бизнес Информ, 2000. – 104 с.
24. Костюк А., Костюк Е., Чернышов К. ФПГ на рынках корпоративного контроля и инвестиций в Украине.- Проблемы теории и практики управления, №2, 2005.- С. 81-89.
25. Поручник А.М. Національний інтерес України: економічна самодостатність у глобальному вимірі: Монографія. – К. КНЕУ, 2008. – 352 с.

РОЗДІЛ IV. ПРАКТИКУМ

4.1. Тематика практичних (задачі й плани семінарських) занять

Семінарське заняття №1

Тема 1. Об'єднання підприємств як суб'єкт господарювання

Основні питання

1. Що таке об'єднання підприємств?
 2. Які види об'єднання підприємств Ви знаєте?
 3. За якими факторами об'єднання підприємств організуються?
 4. Що являє собою майно об'єднання підприємств? Які джерела його формування?
 5. Як держава впливає на напрями використання прибутку?
 6. У яких випадках ліквідуються об'єднання підприємств?
- Рекомендована література: [1, 10, 15, 16, 17]

Семінарське заняття №2

Тема 6. Холдингова організація об'єднань підприємств

Основні питання

1. Що таке холдинг?
 2. За якими факторами холдинг організуються?
 3. Які види об'єднання підприємств організуються на основі холдингу?
 4. Як держава впливає на створення, діяльність і ліквідацію холдингової організації?
 5. У яких випадках ліквідуються холдинги?
- Рекомендована література: [15, 17]

Семінарське заняття №3

Тема 7. Організаційно-управлінські структури об'єднання підприємств

Основні питання

1. Організація як структура упорядкованих компонентів.
 2. Які організаційно-управлінські структури об'єднання підприємств Ви знаєте?
 3. Хто здійснює управління об'єднанням підприємств?
 4. Обов'язки, функції та повноваження управлінських структур об'єднання підприємств або їх структурних одиниць.
- Рекомендована література: [1, 2, 3, 15, 16, 17]

Семінарське заняття №4

Тема 10. Глобалізація ринків і транснаціональні корпорації

Основні питання

1. Що таке глобалізація ринків?
2. За якими факторами ТНК організуються?
3. Взаємовідносини штаб-квартири ТНК і її філій.
4. НТП і ТНК.
5. ТФПГ.
6. Транснаціональні альянси.

Рекомендована література: [2, 3, 6, 14, 15, 16, 17]

Практичне заняття № 1, 2

Тема 4. Фінансування об'єднань підприємств

Проведення розрахунків за 3 підтемами:

1. Корпоративні операції та корпоративний економічний аналіз.

№1

За вихідними даними (табл. 4.1) визначити коефіцієнт ліквідності, коефіцієнт платоспроможності й кратності біржового курсу акції. Біржова вартість акції - 160 грн.

Таблиця 4.1

Баланс ОП«Х» на 31.12__року. (тис. грн.)

Активи		Пасиви	
1		2	
I. ОСНОВНИЙ КАПІТАЛ		I. ВЛАСНИЙ КАПІТАЛ	
Нематеріальні активи		Акціонерний капітал	3000
Програмне забезпечення	400	Резервний капітал	1100
Матеріальні активи		Нерозподілений	
Земельні ділянки і будови	3300	прибуток	400
Машини	1100	Разом по I.	4500
Обладнання	800	II. ЗАБОРГОВАНІСТЬ	
Автомобілі	400	Довгострокова	
	5600	Іпотечна заборгованість	1800
Фінансові активи		Банківська позика	1200
Акції в інших фірмах	500		3000
Разом по I.	6500	Короткострокова іпотечна	

Продовж. табл.4.1

1		2	
II. ОБОРОТНИЙ КАПІТАЛ		заборгованість	100
Товарні запаси		Кредит по спецпозиковому рахунку	600
Сировина і матеріали	700	Товарні кредитори	1200
Незавершене виробництво	500	Державні кредити	900
Готова продукція	900	Дивіденди за підсумками року	300
	2100	Разом по II.	3100
Дебіторська заборгованість			6100
Товарні дебітори	1000		
Вексельні дебітори	400		
Аванси, що видані	200		
	1600		
Грошові кошти	100		
Касова готівка	200		
Банківські рахунки	100		
Інші рахунки	400		
Разом по II	4100		
Загальний підсумок активів	10600	Загальний підсумок пасивів	10600

Примітка. Неліквідних матеріалів - 16000 грн.

Приклад розв'язання

1. Розраховуємо коефіцієнт ліквідності як відношення суми високоліквідних активів (дебіторської заборгованості й касової готівки) до суми короткострокової заборгованості:

$$k_s = \frac{1600 + 100}{6100} = 27,9\%$$

2. Визначаємо коефіцієнт платоспроможності як відношення власного капіталу до загальної суми капіталу:

$$k_{\text{власн}} = \frac{4500}{4500 + 6100} = 0,424 = 42,4\%$$

3. Розраховуємо внутрішню вартість акції як відношення власного капіталу до акціонерного:

$$Ц_{\text{акц}} = \frac{4500}{3000} 100 = 150$$

4. Визначаємо коефіцієнт кратності біржового курсу акції до її внутрішньої вартості:

$$k_{кр} = \frac{160}{150} = 1,067$$

№2.

За вихідними даними (табл. 4.1) визначити коефіцієнт покриття поточних пасивів і коефіцієнт негайного покриття поточних зобов'язань.

Приклад розв'язання

1. Коефіцієнт покриття поточних пасивів характеризує здатність за рахунок наявних коштів, мобілізації заборгованості, реалізації запасів та інших активів погасити свої поточні фінансові зобов'язання; він визначається відношенням суми оборотних коштів, вкладених у ліквідні активи, до загальної суми поточних зобов'язань:

$$k_{кр} = \frac{160}{150} = 1,067$$

Сума ліквідних оборотних активів трохи перевищує половину суми поточних зобов'язань, що вказує на дуже низьку платоспроможність ОП «Х», оскільки фінансове становище оцінюється як задовільне, якщо цей коефіцієнт наближається до двох.

2. Коефіцієнт негайного покриття поточних зобов'язань характеризує здатність фірми виконати свої зобов'язання перед усіма кредиторами, якщо вони одночасно забажають повернення їм фірмою боргів, який визначається відношенням суми, що дорівнює вартості готової продукції, дебіторської заборгованості за товари, роботи та послуги, до суми поточних зобов'язань:

$$k_{н.покp} = \frac{900 + 1000 + 400}{6100} = 0,377$$

Тільки 37,7% своїх зобов'язань ОП «Х» може виконати негайно, у той час, як нормальним відносно ліквідності та фінансового стану вважається положення, при якому цей коефіцієнт наближається до одиниці.

№3.

Можлива реалізація об'єкта корпорацією складає 35 днів, технічний період конверсії з абсолютною ліквідністю у грошові кошти - 7 днів. Визначить загальний період ліквідності і коефіцієнт ліквідності.

Приклад розв'язання

1. Загальний період ліквідності визначаємо як різницю між можливим та технічним періодами ліквідності:

$$T_{\text{лікв}} = 35 - 7 = 28 \text{ днів.}$$

2. Коефіцієнт ліквідності визначаємо як відношення технічного періоду до можливого періоду реалізації об'єкта:

$$k_{\text{лікв}} = \frac{7}{35} = 0,2$$

№4

Визначити ринкову вартість ($U_{\text{рин}}$) привілейованої акції, якщо передбачена по акції сума дивідендів складає 20 ум. од. на рік, а очікувана річна норма прибутку - 10%.

Приклад розв'язання

Ринкову вартість привілейованої акції визначаємо за формулою:

$$U_{\text{рин}} = \frac{D}{r} = \frac{20}{10 \cdot 10^{-2}} = 200 \text{ ум.од.}$$

№5

Визначити ринкову вартість акції холдингу ($U_{\text{рин}}$), яка випущена номіналом 200 тис. грн., якщо відомо, що розмір дивідендів очікується на рівні 25%, а розмір банківської відсоткової ставки - 20%.

Приклад розв'язання

Ринкову вартість акції визначаємо

$$U_{\text{рин}} = \frac{200 \times 25 \times 10^{-2}}{20 \times 10^{-2}} = 250 \text{ тис.грн.}$$

№6

Придбана холдингова акція намічена до використання протягом тривалого періоду. За прогнозом на наступні 5 років (T) сума дивідендів, яка в перший рік дорівнюватиме 100 ум. од. подалі зростатиме кожен рік на 20 ум. од. з періодичністю виплат один раз на рік. Норма поточної дохідності акцій такого типу - 15% річних.

Приклад розв'язання

Ринкова вартість акцій ($Ц_{рин}$) складається із суми щорічних дивідендів ($Д_i$), дисконтованих за нормою дохідності за весь розрахунковий період:

$$Ц_{рин} = \sum_{i=1}^T \frac{Д + \Delta Д}{(1+r)^i} = \frac{100}{1 \cdot 0,15} + \frac{100+20}{(1 \cdot 0,15)^2} + \frac{120+20}{(1 \cdot 0,15)^3} + \frac{140+20}{(1 \cdot 0,15)^4} + \frac{160}{(1 \cdot 0,15)^5}$$

$$= 87,0 + 90,7 + 92,1 + 91,4 + 89,6 = 451 \text{ ум.од.}$$

№7

Відповідно до прийнятої дивідендної політики холдинг обмежив виплату дивідендів у наступні (T_1) 3 роки сумою 80 ум. од. ($Д_1$). У подальші 5 років (T_2) холдинг зобов'язався сплачувати постійні дивіденди ($Д_2$) у розмірі 100 ум. од. Норма очікуваної дохідності - 25%. Визначить ринкову вартість акції ($Ц_{рин}$).

Приклад розв'язання

Ринкову вартість акції визначаємо за формулою

$$Ц_{рин} = \frac{\sum_{i=1}^{T_1} \frac{Д}{1+r} + \sum_{i=1}^{T_2} \frac{Д}{1+r}}{1+r} = \frac{80 \cdot 3 + 100 \cdot 5}{1 + 25 \cdot 10^{-2}} = \frac{740}{1,25} = 592 \text{ ум.од.}$$

№8

Холдинг об'явив про подібнення акцій у пропорції 3:2. Визначить, скільки додаткових акцій (Δn) отримає акціонер, який володіє 20 акціями.

Приклад розв'язання

Визначаємо кількість додаткових акцій:

$$\Delta n = \frac{20 \cdot 3}{2} - 20 = 10 \text{ акцій}$$

№9

Холдинг отримав у звітному році чистий прибуток у сумі 408,6 млн. грн., з якого виплатив дивіденди по привілейованих акціях ($Д_{пр}$) у сумі 100 млн. грн. Визначте суму дивідендів ($Д$), яка буде виплачена на одну із 100000 звичайних акцій.

Приклад розв'язання

Сума дивідендів на одну звичайну акцію визначається відношенням чистого прибутку, що залишився після виплати дивідендів на привілейовані акції, до кількості звичайних акцій за формулою:

$$Д = \frac{П_{\theta} - Д_{np}}{n} = \frac{(408,6 - 100)10^6}{100000} = 3086 \text{ грн./звичайн.акцію}$$

№10

Холдинг купив облігації з терміном оборення ($T_{обр}$) 91 день, які продавалися за курсом 87,5% і продав їх на аукціоні через 30 днів ($T_{ин}$) за курсом 95%. Визначить дохідність до погашення ($R_{ооб}$) й дохідність до аукціону ($R_{ооб}$).

Приклад розв'язання

1. Дохідність до погашення визначаємо :

$$R_{ооб} = \left(\frac{100}{87,5} - 1 \right) \frac{365}{91} = 0,573 = 57,3\%$$

2. Дохідність до аукціону визначаємо

$$R_{ооб} = \frac{95 - 87,5}{87,5} \cdot \frac{365}{30} = 1,043 = 104,3\%$$

№11

Дві без купонні облігації характеризуються наступними даними:

1) облігація „А” має термін погашення 1 рік, теперішню ціну продажу 934,58 грн., яка через 1 рік зросте до 1000 грн.; 2) облігація „В” має термін погашення 2 роки, теперішню ціну продажу - 857,34 грн., яка через 2 роки зросте до 1000 грн. Визначити найбільш дохідну облігацію.

Приклад розв'язання

1. Визначаємо дохідність облігації „А”:

$$R_{ооб.А} = \frac{1000 - 934,58}{934,58} = 0,07 = 7\%$$

2. Визначаємо дохідність облігації „В”:

$$R_{ооб.В} = \sqrt{\frac{1000}{857,34}} - 1 = 0,08 = 8\%$$

№12

Контракт з опціоном „call" дозволяє холдингу „А" купити у холдингу „В" 100 акцій транснаціональної корпорації з а ціною 50 ум. од. за акцію у будь-який момент протягом поточного року. Ризик холдингу „В" (потенціального продавця) полягає в тому, що ринкова вартість цих акцій може зрости до 55 ум. од. за акцію ($C_{рин}$). Визначить ціну опціону ($C_{оп}$).

Приклад розв'язання

Ціна опціону визначається за умови однакового (на двох) розподілу ризику отримання збитків продавцем (холдингом „В") внаслідок передачі пакета акцій покупцю (холдингу „А") за ціною, що заздалегідь узгоджена в контракті ($C_{контр}$) у розрахунку на одну акцію:

$$C_{контр} = \frac{(55 - 50)100}{100 \cdot 2} = 2,5 \text{ ум.од./акцію}$$

Придбання (продаж) опціону замість акцій та виплата „ціни опціону" передбачає зміну ринкової ціни акції: у даному випадку її зростання має бути не менше на 2,5 ум. од.

№13

Визначити за даними таблиці 4.2 чисту вартість активів асоціації: балансову, відновлювальну і продуктивну.

Таблиця 4.2

Вихідні дані

Найменування показника	Умовне позначення	Значення
1. Загальна вартість активів за балансом	$A_{заг}$	10600
2. Приріст загальної вартості активів у процесі переоцінки з урахуванням індексу інфляції	ΔA	1000
3. Реальна вартість активів, що використовуються непродуктивне.	$A_{непр}$	1080
4. Реальна вартість активів, що використовуються за угодою оперативного лізингу	$A_{ліз}$	1500
5. Вартість усіх фінансових зобов'язань	Π	3100

Приклад розв'язання

1. Балансова вартість чистих активів.

$$A_6 = A_{\text{заг}} - П = 10600 - 3100 = 7500 \text{ тис. грн.}$$

2. Відновлювальна вартість чистих активів:

$$A_{\text{відн}} = A_{\text{заг}} + A_{\text{непр}} - П = 10600 + 1080 - 3100 = 8580 \text{ тис. грн.}$$

3. Чиста вартість продуктивних активів:

$$A_{\text{чпр}} = A_{\text{заг}} \pm \Delta A - A_{\text{непр}} - П + A_{\text{ліз}} = 10600 + 1000 - 1080 - 3100 + 1500 = 8920 \text{ тис. грн.}$$

№14

Визначити прийнятну відпускну ціну на продукцію «франко-склад постачальника» ($\Pi_{\text{опт}}$) за умови, коли оптова ціна на неї «франко-склад покупця» не може перевищувати 62 грн. за одиницю; транспортні витрати на одиницю продукції від постачальника до митного кордону - 6 грн. Митний збір - 15%, податок на додану вартість (ПДВ) - 20%.

Приклад розв'язання

Визначаємо граничну ціну, користуючись методом зворотної калькуляції, тобто послідовно відняти від прийнятого рівня наступні її складові: 1) податок на додану вартість за формулою: ПДВ = $\Pi_{\text{опт}} / (1 + \text{ПДВ})$; 2) транспортні витрати від складу покупця до митного кордону; 3) митний збір; 4) транспортні витрати від постачальника до митного кордону.

$$C = \frac{\frac{62}{1 + 0,2} - 3}{1 + 0,15} - 6 = \frac{51,67 - 3}{1,15} - 6 = 36,32 \text{ грн.}$$

№15

Баланс корпорації має показники, наведені в таблиці 4.3 (тис. грн.)

Таблиця 4.3

Баланс корпорації

Активи		Пасиви	
1		2	
Земельні ділянки і будівлі	2140	Акціонерний капітал	2000
Машини	1180	Резервний капітал	3400
Автомобілі	640	Нерозподілений прибуток	630
Обладнання	830		

1		2	
Запаси сировини	1010	Іпотечна заборгованість, у тому числі	1130
Незавершене виробництво	990	короткострокова	190
Запаси готової продукції	3140	Товарні кредитори	4200
Товарні дебітори	2810	Кредит за спецпозикою	730
Касова готівка	80	ПДВ	340
Грошові кошти на рахунках	230	Інші короткострокові заборгованості	620
Разом активів	13050	Разом активів	13050

Визначити коефіцієнти платоспроможності й ліквідності корпорації.

№16

Холдинг випустив 900 простих акцій ($n_{зв}$), 100 привілейованих акцій ($n_{пр}$) та 150 облігацій ($n_{обл}$) номінальною вартістю усіх цінних паперів ($\Pi_{ном}$) 100000 тис. грн. Сума прибутку до розподілу (Π_6) складає 16000 тис. грн. Дивіденд по привілейованих акціях ($D_{пр}$) - 15%; купон по облігаціях ($K_{уп.обл}$) - 12%. Визначте дивіденди від прибутку за видами означених цінних паперів.

№17

Коефіцієнт акцій компанії дорівнює 1,3. Середня доходність ринку акцій за індексом Доу-Джонса – 11%. Дохідність державних облігацій 9%. Щорічний приріст дивідендів 1%. У наступному році очікується дивіденд 3 дол. На акцію. Визначити теперішню ціну акції.

№18

Визначити теоретичну ціну облігації, якщо номінальна вартість облігації – 80 грн., щорічний фіксований дохід – 15%, облігація погашається через 4 роки, середня ринкова ставка за борговими зобов'язаннями 20%.

№19

Обґрунтувати, яка частка грошової виручки від реалізації цукру буде направлятися аграрним підприємствам як постачальникам сировини (цукрового буряку), а яка цукровому заводу з урахуванням резерву грошових коштів для виплати даним переробним підприємствам дивідендів на акції. Розподіл грошової виручки між

учасниками агропромислової інтеграції здійснюється пропорційно нормативним витратам, понесеним на відповідній технологічній стадії: аграрні підприємства – на виробництві і доставці до заводу цукрового буряку; цукровий завод – на переробці цієї сировини і оптовій реалізації цукру. Скільки грошової виручки одержить підприємство, якщо ним реалізовано 6250 т цукрового буряку цукристістю 17,3%?

Потужність цукрового заводу становить 80 тис. т переробки цукрового буряку за сезон. Біологічна цукристість буряку в середньому дорівнює 17%, коефіцієнт вилучення цукру – 0,77. Оптова ціна реалізації 1 т цукру становить 1200 грн. Нормативні витрати постачальників сировини в розрахунку на 180 тис. т дорівнюють 9,3 млн. грн., а нормативні витрати заводу на переробку цієї сировини і оптову реалізацію цукру – 5,33 млн. грн.

Акціонерний капітал цукрового заводу становить 7,42 млн. грн. Сільськогосподарським товаровиробникам передано 49% акцій. Учасниками інтеграційного процесу прийнято рішення виплачувати дивіденди на акції в розмірі 3% їх номінальної вартості.

№20.

Акції продаються за 45 дол. кожна, коефіцієнт акції компанії дорівнює 1,1. Поточний дивіденд становить 2,2 дол. Компанія-емітент розвивається стабільно і передбачається, що через рік вартість акції буде складати 50 дол. Безпечна ставка -7%, середня ринкова ставка – 13%. Яка очікувана та необхідна ставка доходу за цими акціями? Чи варто їх купувати?

№21.

Визначити ціну привілейованої акції, якщо фіксований дивіденд дорівнює - 10 грн., дисконтна ставка – 20%.

№22.

Визначити ціну простої акції з потенційним темпом зростання дивідендів, якщо фіксований дивіденд дорівнює - 10 грн., дисконтна ставка – 15%, очікуваний темп зростання дивідендів 2%.

2. Структура капіталу корпорації. Управління структурою капіталу за допомогою операційного, фінансового та операційно-фінансового важелів.

№1

Холдинг видав дочірньому підприємству безвідсоткову позику в сумі 300 грн. на 3 роки ($T_{кр}$) з погашенням її рівними частинами на кінець кожного року. Середній темп інфляції становив 10% на рік. Визначить суму погашення боргу дочірнім підприємством холдингу (d).

Приклад розв'язання

Суму боргу з урахуванням інфляції визначаємо за формулою

$$d = \frac{K_z}{T} \sum_{t=1}^T (1+i)^t = \frac{300}{3} [(1+0,1) + (1+0,1)^2 + (1+0,1)^3] =$$

$$= 100(1,1 + 1,21 + 1,331) = 364,1 \text{ тис.грн.}$$

№2

Загальна потреба в капіталі для створення консорціуму складає 100 млн. грн. Розглядаються 8 варіантів з різною питомою вагою власного (K_s) та позикового (K_d) капіталу, рівними виплати дивідендів та рівними ставки відсотка за кредит з урахуванням премії за ризик (a_i), дані про які наведені у таблиці. Ставка податку на прибуток (P)-30%.

Таблиця 4.4

Вихідні дані (%)

Умовне позначення	Значення показника за варіантами (i)							
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
K_s	25	30	40	50	60	70	80	100
K_d	75	70	60	50	40	30	20	-
Д	7,0	7,2	7,5	8,0	8,5	9,0	9,5	10,0
a_i	11,0	10,5	10,0	9,5	9,0	8,5	8,0	-

Визначити структуру капіталу, при якій буде досягнута його мінімальна середньозважена вартість.

Приклад розв'язання

1. Визначаємо за варіантами вартість складових частин капіталу: власного й позикового за формулами

$$K_s = \kappa_{si} \cdot d_i$$
$$K_d = \kappa_{di} \cdot a_i (1-P)$$

1.1. Вартість власного капіталу:

$$K_s = 0,25 \times 0,07 = 0,018 = 1,8\%;$$
$$K_s = 0,30 \times 0,072 = 0,022 = 2,2\%;$$
$$K_s = 0,40 \times 0,075 = 0,030 = 3,0\%;$$
$$K_s = 0,50 \times 0,08 = 0,040 = 4,0\%;$$
$$K_s = 0,60 \times 0,085 = 0,051 = 5,1\%;$$
$$K_s = 0,70 \times 0,09 = 0,063 = 6,3\%;$$
$$K_s = 0,80 \times 0,095 = 0,076 = 7,6\%;$$
$$K_s = 1,0 \times 0,10 = 0,100 = 10,0\%;$$

2.2. Вартість позикового капіталу:

$$K_d = 0,75 \times 0,11 \times (1-0,30) = 0,058 = 5,8\%;$$
$$K_d = 0,70 \times 0,105 \times (1-0,30) = 0,051 = 5,1\%;$$
$$K_d = 0,60 \times 0,10 \times (1-0,30) = 0,042 = 4,2\%;$$
$$K_d = 0,50 \times 0,095 \times (1-0,30) = 0,033 = 3,3\%;$$
$$K_d = 0,40 \times 0,09 \times (1-0,30) = 0,025 = 2,5\%;$$
$$K_d = 0,30 \times 0,085 \times (1-0,30) = 0,018 = 1,8\%;$$
$$K_d = 0,20 \times 0,080 \times (1-0,30) = 0,011 = 1,1\%;$$
$$K_d = 0$$

2. Розраховуємо середньозважену вартість капіталу (WACC) за формулами:

$$WACC = K_s \cdot \kappa_{si} + K_d \cdot \kappa_{di}$$

$$WACC = 0,018 \times 0,25 + 0,058 \times 0,75 = 0,048 = 4,8\%;$$
$$WACC = 0,022 \times 0,30 + 0,051 \times 0,70 = 0,0423 = 4,23\%;$$
$$WACC = 0,03 \times 0,40 + 0,042 \times 0,60 = 0,0372 = 3,72\%;$$
$$WACC = 0,04 \times 0,50 + 0,033 \times 0,50 = 0,0365 = 3,65\%;$$
$$WACC = 0,051 \times 0,60 + 0,025 \times 0,40 = 0,0406 = 4,06\%;$$
$$WACC = 0,051 \times 0,60 + 0,025 \times 0,40 = 0,0406 = 4,06\%;$$
$$WACC = 0,076 \times 0,80 + 0,011 \times 0,20 = 0,0630 = 6,30\%;$$
$$WACC = 0,10 \times 1,0 = 0,100 = 10,0\%.$$

Мінімальна середньозважена вартість капіталу ($WACC^M = 3,65\%$) досягається при співвідношенні власного й позикового капіталу в даному випадку у пропорції 50%:50%, що дозволить максимізувати реальну ринкову вартість консорціуму (варіант IV).

№3.

Фірма планує фінансування нової програми з розширення виробничої діяльності.

Джерелами фінансування є:

- а) довгостроковий борг - 40%;
- б) привілейовані акції – 10%;
- в) випуск нових звичайних акцій – 20%;
- г) нерозподілений прибуток – 20%;
- д) амортизація - 10%.

Витрати, пов'язані з випуском акцій, не враховуються. Боргові інструменти будуть випущені з купонною ставкою 11%; дивіденди за привілейованими акціями – 9%. Поточна ціна акції – 50 дол., ціна нової випущеної акції – 45 дол. Поточний дивіденд на 1 акцію – 2,25дол. У майбутньому на зростання дивідендів буде чинити вплив 10%-на інфляція. Ставка корпоративного податку 40%. Визначте середньозважену ціну капіталу.

№4

Корпорація не має боргу, її фінансове становище таке:

- активи – 3000000 дол.;
- прибуток до сплати податків і процентів – 500000дол.;
- ціна акціонерного капіталу – 10%;
- ціна акції 15 дол.;
- випущено акцій – 200000 шт.;
- податкова ставка -40%.

Фірма має намір випустити облігації й одночасно викупити частину акцій. Якщо в неї з'явиться борг у 900 тис. дол., то ціна її капіталу зростає до 11%, що відбиває збільшений ризик. Облігації можуть бути продані за ціною – 7%. Фірма є стабільною, розширення виробництва не передбачається. Весь прибуток розподіляється на дивіденди.

Визначити: ціну акції; зміну прибутку на акцію після зміни структури капіталу; середньозважену ціну капіталу; коефіцієнт кратності покриття процентів прибутком.

№5

Ринкова вартість компанії 100 млн. дол., її становлять 1 млн. акцій, що продаються за 50 дол. За кожну, і 50 млн. дол. 10%-них облігацій, що продаються за номіналом. Прибуток до сплати процентів і податків – 13,24 млн. Податкова ставка - 15%.

Компанія змінює структуру капіталу через збільшення боргу до 70 млн. дол.

Якщо компанія вирішує збільшити використання фінансового левериджу, вона має погасити свої старі облігації і випустити нові з 12%-ними купонами.

Компанія продає або реінвестує акціонерний капітал за новою ціною рівноваги для того, щоб одержати нову структуру капіталу. Вона виплачує весь прибуток у вигляді дивідендів, тому її акціонерний капітал не зростає. Якщо компанія збільшить леверидж, її ціна акціонерного капіталу дорівнюватиме 16%.

Визначити: якою є вартість оплаченого капіталу в даний час; середньозважену ціну капіталу; чи повинна компанія змінювати структуру капіталу?

№6

Корпорація не має боргу, її фінансове становище таке:

активи – 600 тис. дол.;

прибуток до сплати податків і процентів – 100 тис. дол.;

ціна акціонерного капіталу – 10%;

ціна акції - 2 дол.;

випущено акцій – 300000 шт.;

податкова ставка -40%.

Фірма має намір випустити облігації й одночасно викупити частину акцій. Якщо в неї з'явиться борг у 200 тис. дол., то ціна її капіталу зростає до 12%, що відбиває збільшений ризик. Облігації можуть бути продані за ціною – 8%. Фірма є стабільною, розширення виробництва не планується. Весь прибуток розподіляється на дивіденди.

Визначити: середньозважену ціну капіталу за зміненою структурою капіталу; ціну акції; коефіцієнт кратності покриття процентів прибутком.

№7

Фірму можна продати за 50 млн. грн. або реконструювати. Після реконструкції прогнозується середньорічний грошовий потік 6 млн. грн., WACC = 11%. Проаналізувати теоретичну вартість фірми.

№8

Компанія має такі показники: прибуток на акцію – 4 дол. в рік, дивіденди – 2 дол. в рік, бухгалтерська вартість акції наприкінці року – 40 дол. Загальна сума нерозподіленого прибутку зросла до кінця року

на 12 млн. дол. Компанія не випускала привілейовані акції і нові звичайні акції протягом року. На кінець року борг компанії становить 120 млн. дол. Визначте коефіцієнт боргу на кінець року.

№9

Ринкова вартість компанії 100 млн. євро, її становлять 1 млн. акцій, що продаються за 50 євро. За кожну, і 50 млн. євро. 10%-них облігацій, що продаються за номіналом. Прибуток до сплати процентів і податків – 13,24 млн. Податкова ставка - 15%. Компанія змінює структуру капіталу через скорочення боргу до 30 млн.

Якщо компанія вирішує зменшити леверидж, вона погашає старі облігації і замінює їх новими з 8%-ми купонами. Компанія продає або реінвестує акціонерний капітал за новою ціною рівноваги для того, щоб одержати нову структуру капіталу. Вона виплачує весь прибуток у вигляді дивідендів, тому її акціонерний капітал не зростає. Якщо компанія зменшить леверидж, її ціна акціонерного капіталу дорівнюватиме 13%.

Визначити: якою є вартість оплаченого капіталу в даний час; середньозважену ціну капіталу; чи повинна компанія змінювати структуру капіталу.

3. Інвестиційні можливості корпорацій. Оцінка інвестиційної привабливості потенційних дочірніх підприємств та ефективності їх придбання.

№1

Грошові потоки корпорації, яка планує інвестувати проект вартістю 125 млн. грн. і виплату дивідендів на рівні 60% від чистого прибутку; складають у поточному році 305 млн. грн., у тому числі чистий прибуток - 131 млн. грн. Визначити достатність фінансових ресурсів із внутрішніх джерел для реалізації заходів, що плануються.

Приклад розв'язання

Оцінку достатності внутрішніх джерел для фінансування заходів, що плануються, виконуємо зіставленням грошових потоків (припливів і відтоків):

$$\Delta ДП = 305 - (125 + 131 \cdot 0,60) = +101,4 \text{ млн. грн.}$$

Внутрішні джерела фінансових ресурсів перевищують потребу у фінансуванні запланованих заходів на 101,4 млн. грн., які можна вкласти в іншу сферу бізнесу.

№2

Витрати асоціації на організацію спільного виробництва продукції, зростання ціни на яку очікується на рівні 8% на рік (ΔR), складають (IC) 100 тис. грн. Термін функціонування (T) - 4 роки, щорічний дохід (ДП_i) - 60 тис. грн., реальна норма прибутку ($R_{\text{реал}}$) - 10% на рік.

Визначить суму чистого дисконтованого доходу (ЧДД) за весь термін функціонування спільного виробництва.

Приклад розв'язання

1. Розраховуємо номінальну норму прибутку з урахуванням зростання ціни:

$$R_n = (1 + R_{\text{реал}}) \times (1 + \Delta R) - 1 = (1 + 0,1) \times (1 + 0,08) - 1 = 0,188 = 8,8\%.$$

2. Визначаємо чистий дисконтований дохід (ЧДД) з урахуванням номінальної норми прибутку (R_n) :

$$\begin{aligned} \text{ЧДД} &= \sum_{i=1}^T \text{ДП}_i \frac{1}{1 + R_n^i} - \text{IC} = \\ &= 60 \times \left(\frac{1}{1 + 0,188} + \frac{1}{1 + 0,188^2} + \frac{1}{1 + 0,188^3} + \frac{1}{1 + 0,188^4} \right) - 100 = \\ &= 60 \times (0,842 + 0,708 + 0,502) - 100 = 158,88 - 100 = 58,88 \text{ тис.грн.} \end{aligned}$$

№3

Інвестиційний портфель холдингу, загальна ринкова вартість якого дорівнює 17200 тис. грн., складається з трьох типів цінних паперів (1, 2, 3), характеристика яких дана в таблиці 4.5. Визначити дохідність інвестиційного портфелю.

Таблиця 4.5

Вихідні дані

Кількість цінних паперів (n_i)	Ринкова вартість, грн.	
	на початок року	на кінець року
100	40	46,48
200	35	43,61
100	62	76,14

Приклад розв'язання

1. Визначаємо питому вагу (q_i) кожного з видів цінних паперів у загальній ринковій вартості портфелю та їх дохідність за видами (r_i):

$$q_i = \frac{C_{npi} \cdot n_i}{\Pi} \quad r_i = \frac{C_{kpi} - C_{npi}}{C_{npi}}$$

$$q_1 = \frac{40 \cdot 100}{17200} = 0,2325 \quad r_1 = \frac{46,48 - 40}{40} = 0,162 = 16,2\%$$

$$q_2 = \frac{35 \cdot 100}{17200} = 0,4070 \quad r_2 = \frac{43,61 - 40}{35} = 0,246 = 24,6\%$$

$$q_3 = \frac{62 \cdot 100}{17200} = 0,3605 \quad r_3 = \frac{76,14 - 62}{62} = 0,228 = 22,8\%$$

2. Розраховуємо дохідність інвестиційного портфелю з урахуванням його структури і дохідності різних видів цінних паперів:

$$R = \sum_{i=1}^3 q_i \cdot r_i = 0,2325 \times 0,162 + 0,4070 \times 0,246 + 0,3605 \times 0,228 = 0,22 = 22\%$$

№4.

Визначити коефіцієнт портфеля інвестицій, якщо портфель містить такі цінні папери: 25% акцій компанії А з $\beta = 1,1$; 35% акцій компанії В з $\beta = 0,9$; 40% акцій компанії С з $\beta = 1,5$.

№5.

Компанія вирішила випустити 50 тис. облігацій номіналом 500 грн. кожна. Доходність облігації 9% річних, строк обігу – 6 років.

Компанія в наступному році планує отримати чистого прибутку - 2940 тис. грн. Визначте, яку суму з отриманої позики компанія може направити на інвестиційні проекти, не ризикуючи.

№6

Корпорація вирішує питання про випуск нової продукції, який потребуватиме додаткових інвестицій у 10 млн. дол. на купівлю землі, 15 млн. на придбання будівель (6,1%), 20 млн. на придбання нового обладнання (10,3%). Проект має принести корпорації 20 млн. дол. доходів і 8 млн. дол. витрат щорічно (1-5 роки). На 6-й рік землю може бути продано за 15 млн. дол., будівлі – за 10 млн., обладнання повністю амортизується. Корпорація платить податок за ставкою 46%, очікувана ставка прибутку 12%.

Визначити (чисту) нетто-теперішню вартість проекту за очікуваної ставки доходу ринку, обґрунтуйте можливість інвестицій у даний проект.

№7

Розрахувати рівні операційного, фінансового та операційно-фінансового важелів промислового АТ і визначити, якою буде прибуток на акцію відповідно при зростанні та зниженні виручки реалізації на 12%.

АТ продає свої вироби за ціною 50грн. за 1 шт. Змінні витрати на виробництво і реалізацію 1 шт. становлять 29 грн. Річна загальна сума умовно - постійних витрат – 3121100 грн. У звітному році реалізовано 150 тис. шт. виробів. Частка позикового капіталу в загальній сумі капіталу – 20%, процентна ставка за кредит – 10%, податок на прибуток – 40%. Рентабельність капіталу 15%. Кількість простих акцій в обігу – 150 тис. шт. Сума капіталу 3,5 млн. грн.

№8.

Компанія має структуру капіталу, що складається з 45% довгострокового боргу, 3% привілейованих акцій та 52% акціонерного капіталу, а вартість боргових зобов'язань – 9%, привілейованих акцій 10,5%, акціонерного капіталу 12%. Податок на прибуток – 40%. Визначити середньозважену вартість капіталу.

№9

Компанії запропоновано два інвестиційні проекти – проект А і проект В, кожний з яких коштує 7000 дол. Передбачається, що ціна

капіталу за проектами однакова і становить 11%. Очікувані грошові потоки за проектами:

Рік	проект А	проект В
0	(7000)	(7000)
1	5500	2500
2	2300	2500
3	1000	2500

Визначити: період окупності, (чисту) нетто-теперішню вартість. Який з проектів може бути прийнятий за умови, що вони незалежні?

№10

Базова структура капіталу фірми з 35% позикового капіталу та 65% власного. Вартість капіталу – 14%, а вартість простих акцій нового випуску – 15,5%. Вартість позик - 10%. Податок на прибуток – 30%. Протягом планового періоду корпорація прогнозує одержати 300 тис. дол. чистого прибутку.

Визначити інвестиційні можливості фірми, якщо:

Проект	Розмір капіталовкладень, тис. дол.	IRR, %
А	200	15,4
В	300	13,1
С	100	14,0

№11

Корпорація експлуатує конвеєрну систему, яка забезпечує реалізацію продукції на 600 тис. дол. у рік. Операційні витрати становлять 260 тис. дол. у рік. Вартість конвеєрної системи – 900 тис. дол., вона експлуатується 6 років, її залишкова вартість 60 тис. дол. Використання цієї системи збільшило інвестиції в працюючий капітал на 100 тис. дол.. Амортизаційна ставка дорівнює 20%, податкова ставка 40%. Вартість капіталу – 12%.

Визначити нетто-теперішню вартість.

№12

Корпорація вирішує питання про випуск нової продукції, який потребуватиме додаткових інвестицій у 10 млн. дол.. на купівлю землі, 15 млн. на придбання будівель (6,1%), 20 млн. на придбання нового обладнання (10,3%). Проект має принести корпорації 20 млн. дол.. доходів і 8 млн. дол.. витрат щорічно (1-5 роки). На 6-й рік землю

може бути продано за 15 млн. дол., будівлі – за 10 млн., обладнання повністю амортизується. Корпорація платить податок за ставкою 40%, очікувана ставка прибутку 11%.

Визначити (чисту) нетто-теперішню вартість проекту за очікуваної ставки доходу ринку, обґрунтуйте можливість інвестицій у даний проект.

Практичне заняття №3

Тема 5. Регулювання діяльності об'єднань підприємств

№1.

Загальними зборами акціонерного товариства було прийнято рішення про зменшення статутного фонду, що складав 1500000 грн., анулюючи частину корпоративних прав номінальною вартістю 21000 грн., оскільки збитки склали 20000 грн. Скласти баланс підприємства після зменшення статутного фонду.

Баланс підприємства до зменшення статутного фонду:

Актив		Пасив	
1. Основні засоби	100000	1. Статутний фонд	150000
2. Запаси і витрати	45000	2. Непокриті збитки	-20000
3. Дебіторська заборгованість	25000	3. Довгострокові пасиви	32000
4. Грошові кошти	10000	4. Короткострокові пасиви	18000
Баланс	180000	Баланс	180000

Приклад розв'язання

Баланс підприємства після зменшення статутного фонду:

Актив		Пасив	
1. Основні засоби	100000	1. Статутний фонд	129000
2. Запаси і витрати	45000	2. Резервний фонд	1000
3. Дебіторська заборгованість	25000	3. Довгострокові пасиви	32000
4. Грошові кошти	10000	4. Короткострокові пасиви	18000
Баланс	180000	Баланс	180000

Санаційний прибуток у сумі 21000 грн. Спрямовується на покриття балансових збитків і на формування резервних фондів.

№2.

В процесі реорганізації підприємства В, прийнято рішення про його приєднання до підприємства А, з обміном корпоративних прав 1:2, тобто дві акції підприємства В обмінюються на 1 акцію підприємства А. Підприємство А виплачує компенсацію акціонерам підприємства В у розмірі 15 грн. за кожну акцію номінальною вартістю 100 грн. Скласти баланс підприємства А після приєднання до нього підприємства В.

Баланс підприємства А до реорганізації:

Актив		Пасив	
1. Основні засоби	100000	1. Статутний фонд	150000
2. Запаси і витрати	45000	2. Додатковий капітал	12000
3. Дебіторська заборгованість	25000	3. Довгострокові пасиви	10000
4. Грошові кошти	10000	4.Короткострокові пасиви	8000
Баланс	180000	Баланс	180000

Баланс підприємства В до реорганізації

Актив		Пасив	
1. Основні засоби	50000	1. Статутний фонд	50000
2. Запаси і витрати	28000	2. Резервний фонд	10000
3. Дебіторська заборгованість	10000	3. Довгострокові пасиви	12000
4. Грошові кошти	2000	4.Короткострокові пасиви	18000
Баланс	90000	Баланс	90000

Приклад розв'язання

Отже, приріст статутного фонду підприємства А дорівнює: $50000 \cdot 1:2 = 25000$ грн., тоді загальна сума статутного фонду – 175000грн.

Визначаємо суму компенсаційних виплат акціонерам $500 \cdot 15 = 7500$ грн., тобто активи, а саме грошові кошти, зменшилися на визначену суму $(10000 + 2000 - 7500 = 4500)$ грн.).

Сума додаткового капіталу збільшиться на 27500грн. $(60000 - 25000 - 7500)$

Сума зобов'язань довгострокових дорівнюватиме – 22000грн. $(10000 + 12000)$ та короткострокових – 26000грн. $(8000 + 18000)$.

Баланс підприємства А після приєднання до нього підприємства В

Актив		Пасив	
1. Основні засоби	150000	1. Статутний фонд	175000
2. Запаси і витрати	73000	2. Додатковий капітал	39500
3. Дебіторська заборгованість	35000	3. Довгострокові пасиви	22000
4. Грошові кошти	4500	4. Короткострокові пасиви	26000
Баланс	262500	Баланс	262500

№3

Планами розвитку концерну передбачається створення монопольного підприємства, крива попиту на продукцію якого характеризується наступною залежністю між ціною (C_i) і обсягом реалізації:

$C_i = 1,41 - 0,0016 \times Q_i$; річні постійні витати ($C_{пост}$) складають 27 млн. грн., змінні ($C'_{зм}$) - 0,37 грн. на одиницю.

Визначити аналітичне й графічно оптимальний (Q_m) обсяг реалізації продукції (точку монополії), максимальний прибуток ($\Pi_{б.м}$) і можливість отримання дозволу Антимонопольного комітету на створення підприємства, якщо місткість відповідного товарного ринку ($Q_{рин}$) не перевищує 800 млн. грн. Зазначте, в якому інтервалі попит на продукцію буде еластичним.

Приклад розв'язання

Точку монополії визначаємо, виходячи з двох умов:

а) рівності валового доходу та валових витрат для беззбиткового обсягу реалізації;

б) рівності граничного доходу і граничних витрат для максимально прибуткового обсягу реалізації.

1. Запишемо першу умову у вигляді математичної рівності:

$$C_i \times Q = C_{пост} + C'_{зм} \times Q$$

$$(1,41 - 0,0016 \times Q) \times Q = 27 + 0,37 \times Q.$$

2. Перетворимо рівність на квадратне рівняння:

$$0,0016 \times Q^2 - 1,04 \times Q + 27 = 0.$$

3. Знайдемо першу похідну:

$$2 \times 0,0016 \times Q - 1,04 = 0.$$

4. Розв'язання цієї рівності дає відповідь відносно оптимального обсягу виробництва:

$$Q = \frac{1,04}{0,0032} = 325 \text{ млн. шт.} = Q_m$$

5. Максимальний прибуток визначаємо за формулою

$$Q_M(C_M - C'_{зм}) - C_{пост} = 325(0,89 - 0,37) - 27 = 142 \text{ млн. грн.}$$

$$C_M = 1,41 + 0,0016 \times Q_M = 1,41 + 0,0016 \times 325 = 0,89 \text{ грн.}$$

6. Визначаємо ціну одиниці (C) виробу при такому обсязі:

$$C = 1,41 - 0,0016 \times 325 = 0,89 \text{ грн.}$$

7. Розраховуємо обсяг реалізації ($Q_{реал}$) продукції у вартісному вираженні, та його частку на товарному ринку ($Ч_{тов}$):

$$Q_{реал} = Q \times C = 325 \times 0,89 = 289,25 \text{ млн. грн.}$$

$$Ч_{тов} = \frac{Q_{реал}}{Q_{рин}} \times 100 = \frac{289,25}{800,0} \times 100 = 36,2\% > 35\%$$

Антимонопольний комітет не дасть дозволу на створення цього підприємства, тому що питома вага обсягу реалізації її продукції (36,2%) перевищує встановлену законодавством граничну норму (35%).

№4

До статутного фонду консорціуму з іноземними інвестиціями нерезидентом, як внесок, внесені права інтелектуальної власності, який на дату підписання засновницького договору був оцінений у 3000 тис. доларів, що є справедливою вартістю прав інтелектуальної власності. Офіційний валютний (обмінний) курс НБУ на дату підписання договору становить 8,05 грн., а на дату складання балансу офіційний курс - 8,07 грн. за 1 долар.

Визначити суму зарахованого на баланс права інтелектуальної власності і порядок здійснення облікових операцій.

Приклад розв'язання

1. У балансі відображено заборгованість іноземного учасника з вкладів до статутного фонду:

- у доларах США 3000000 дол.

- у гривнях $3000000 \times 8,05 = 24150000$ грн.

2. Здійснено прорахунок заборгованості на дату складання балансу:

$$\Delta = 3000000 \times (8,07 - 8,05) = 60000 \text{ грн.}$$

3. Зроблено іноземним учасником внесок до статутного фонду:

$$= 3000000 \times 8,07 = 24210000 \text{ грн.}$$

4. Зараховано на баланс консорціуму право інтелектуальної власності:

$$= 24150000 + 60000 = 24210000 \text{ грн.}$$

№5

Дочірня компанія (франчиз) придбала в материнської компанії (франчайзера) право на використання її товарного знаку, сплативши за нього (Сф) 3600 грн., у тому числі податок 600 грн. (ПДВф). На юридичне оформлення товарного знаку дочірня компанія понесла витрати (Сюр) в сумі 1200 грн., у тому числі податок - 200 грн. (ПДВюр). Термін корисного використання товарного знаку (Т) складає 20 місяців.

Визначити порядок проведення бухгалтерських операцій по витратах на придбання права на використання товарного знаку.

Приклад розв'язання

Результати здійснених операцій наведені у відповідній послідовності в табл.4.6.

Таблиця 4.6

Витрати на придбання нематеріального активу

№ опер.	Зміст операції	Сума, грн.
1.	Сплачено право на використання товарного знаку (Сф)	3600
2.	Включено до податкового кредиту і віднесено на податкові розрахунки (ПДВф)	600
3.	Сплачені юридичні послуги з оформлення права на товарний знак (Сюр)	1200
4.	Включено до податкового кредиту і віднесено на податкові розрахунки (ПДВюр)	200
5.	Відображена (капіталізована в первісній вартості товарного знаку) вартість товарного знаку ($C_{фр} = C_{ф} - ПДВ_{ф}$) вартість отриманих юридичних послуг ($C_{ю} = C_{юр} - ПДВ_{юр}$)	3000 1000
6.	Відображені розрахунки відносно податкового кредиту з ПДВ (ПДВф; ПДВюр)	600 200
7.	Зарахований на баланс за первісною вартістю придбаний товарний знак ($C_{фр} + C_{ю}$)	4000
8.	Нарахований знос товарного знаку ¹⁾	200

¹⁾ Щомісячну суму амортизаційних відрахувань (A_m) розраховують за методом прямолінійного (рівномірного) нарахування зносу, виходячи з терміну корисного використання нематеріального активу:

$$A_m = \frac{C_{\phi} - C_{юр} - (ПДВ_{\phi} + ПДВ_{юр})}{T} = \frac{3600 + 1200 - (600 + 200)}{20} = 200 \text{ грн}$$

№6

Асоціація придбала програмне забезпечення для використання у бухгалтерії (нематеріальний актив) вартістю 18 тис. грн. ($C_{\text{на}}$), у тому числі податок - 3 тис. грн. ($ПДВ_{\text{на}}$). Термін корисного використання визначений в 2 роки (Т), протягом якого до нормативних актів, що визначають порядок бухгалтерського обліку, вносилися зміни й доповнення. У зв'язку з цим до програмного забезпечення вносилися відповідні коригування. Витрати на адаптацію становили 4,8 тис. грн. ($C_{\text{ад}}$), у тому числі податок - 0,8 тис. грн. ($ПДВ_{\text{ад}}$). Визначити порядок проведення бухгалтерських операцій.

Приклад розв'язання

Результати здійснення операцій наведені у відповідній послідовності в табл. 4.7.

Таблиця 4.7

Витрати на придбання та адаптацію програмного забезпечення

№ операції	Зміст операції	Сума, грн.
1.	Здійснено оплату за програмне забезпечення ($C_{\text{на}}$)	18000
2.	Включено до податкового кредиту і віднесено на податкові розрахунки ($ПДВ_{\text{на}}$)	3000
3.	Отримано програмне забезпечення від постачальника ($C_{\text{на}} = C_{\text{на}} - ПДВ_{\text{на}}$)	15000
4.	Визнано активом і зараховано на баланс програмне забезпечення ($C_{\text{на}}$)	15000
5.	Нараховано знос (A_m)	625
6.	Отримано послуги з адаптації програмного забезпечення ($C_{\text{ад}} = C_{\text{ад}} - ПДВ_{\text{ад}}$)	4000
7.	Включено до податкового кредиту і віднесено на податкові розрахунки ($ПДВ_{\text{ад}}$)	800
8.	Списано на фінансовий результат суму нарахованого зносу (A_m)	625
	витрати на адаптацію програмного забезпечення ($C_{\text{ад}}$)	4000

Щомісячну суму амортизаційних відрахувань (A_m) визначають виходячи з терміну корисного використання за методом рівномірного зносу

$$A_m = \frac{C_{na}^o - ПДВ_{na}}{T} = \frac{18000 - 3000}{24} = 625 \text{ грн}$$

№7

Корпорація впровадила заходи з інтенсифікації виробництва на одному з торговельно-промислових підприємств з чисельністю працюючих ($Ч$) 115 чол., фондом оплати їх праці (ФОП) 400 тис. грн. і обсягом виробництва 3800 тис. грн. (Q_{np}), що дозволило скоротити чисельність робітників ($\Delta Ч$) на 5 чол. з підвищенням фонду оплати їх праці ($\Delta \text{ФОП}$) на 20 тис. грн., й підвищити обсяг виробництва (ΔQ_{np}) на 13,16% за рахунок зростання продуктивності праці з 33,04 тис. грн. ($П_{np1}$) до 39,09 тис. грн. ($П_{np2}$) на одного працюючого.

Визначити вплив інтенсифікації виробництва на відносну зміну:

- рівня заробітної плати ($\Delta \text{ФОП}_{oc}$);
- продуктивності праці ($\Delta П_{np}^B$);
- чисельності працюючих ($\Delta Ч^B$);
- обсягу виробництва (ΔQ_{np}^B)

Приклад розв'язання

1. Визначаємо відносну зміну рівня заробітної плати на одного працюючого

$$\Delta \text{ФОП}_{oc} = \frac{\frac{\text{ФОП} + \Delta \text{ФОП}}{Ч - \Delta Ч} - \frac{\text{ФОП}}{Ч}}{\frac{\text{ФОП}}{Ч}} 100 - 100 = \frac{\frac{400 + 20}{115 - 5} - \frac{400}{115}}{\frac{400}{115}} 100 - 100 = +9,8\%$$

2. Визначаємо відносну зміну продуктивності праці ($\Delta П_{np}$):

$$\Delta П_{np}^B = \frac{\frac{Q_{np} + \left(1 + \frac{\Delta Q_{np}}{Q_{np}}\right) Q_{np}}{Ч - \Delta Ч} - \frac{Q_{np}}{Ч}}{\frac{Q_{np}}{Ч}} 100 - 100 = \frac{\frac{3800(1 + 0,1316)}{115 - 5} - \frac{3800}{115}}{\frac{3800}{115}} 100 - 100 = +18,3\%$$

3. Визначаємо відносне скорочення чисельності працюючих ($\Delta Ч$):

$$\Delta Ч^B = Ч - [(Ч - \Delta Ч) \times (1 + \Delta Q_{np})] = 115 - [(115 - 5) \times (1 + 0,1316)] = 115 - 125 = -10 \text{ чол.}$$

4. Розраховуємо зміну обсягу виробництва ($\Delta Q_{\text{пр}}$):

$$\Delta Q_{\text{пр}}^B = Q_{\text{пр}2} \times \text{Ч} - \Delta Q_{\text{пр}1} (\text{Ч} - \Delta \text{Ч}) = 39,09 \times 115 - 33,04 \times (115 - 5) = 4495,4 - 3634,4 = +861 \text{ тис. грн.}$$

№8

Асоціація пропонує керівнику конкуруючої фірми з обсягом реалізації продукції ($Q_{\text{реал}}$) в сумі 5000 тис. грн., валовими витратами ($C_{\text{об}}$) - 4600 тис. грн. і власним капіталом (K_c) в сумі 1500 тис. грн. перейти працювати в асоціацію, частка в доходах якої складе для нього 300 тис. грн. (D_v).

Визначить доцільність прийняття альтернативного варіанта діяльності.

Приклад розв'язання

1. Визначасмо прибуток (Пр.д.) за умови збереження керівником фірми діючого виробництва фірми:

$$\text{Пр.д.} = Q_{\text{реал}} - C_{\text{об}} = 5000 - 4600 = 400 \text{ тис. грн.}$$

2. Визначасмо витрати та втрати доходу (втрачені можливості) з відданням переваги збереженню власного виробництва:

2.1. втрата доходу (D_v) при відмові перейти в асоціацію складе 300 тис. грн.;

2.2. витрати виробництва збережуться у сумі ($C_{\text{об}}$) 4600 тис. грн.;

2.3. не вивільниться власний капітал, який напевно приніс би відсотки (Π) на банківському депозитному вкладі за найменшою діючою ставкою ($a_6 = 12\%$ річних), у сумі 180 тис. грн.:

$$\Pi = K_c \times a_6 = 1500 \times 0,12 = 180 \text{ тис. грн.}$$

Загальна сума втрачених можливостей ($C_{\text{возм}}$) складе 5080 тис. грн.;

$$C_{\text{возм}} = 300 + 4600 + 180 = 5080 \text{ тис. грн.}$$

Таким чином, при збереженні діючого виробництва, яке дає дохід у сумі ($Q_{\text{реал}}$) 5000 тис. грн., втрачені можливості внаслідок відмови перейти в асоціацію оцінюються ($C_{\text{возм}}$) у 5080 тис. грн., тобто збиток складе 80 тис. грн. замість існуючого прибутку (Пр.д.) в сумі 400 тис. грн. Пропозицію доцільно прийняти.

№9

Акціонерне товариство перебуває у фінансовій кризі. Статутний фонд акціонерного товариства складає 500000 грн., проведення санаційних заходів відбувалося, по-перше, через анулювання частини корпоративних прав номінальною вартістю 160000 грн., по-друге, продаж окремих об'єктів основних фондів на суму 60000 грн.

Баланс підприємства до проведення санації

Актив		Пасив	
1. Основні засоби	450000	1. Статутний фонд	500000
2. Запаси і витрати	280000	2. Непокриті збитки	200000
3. Дебіторська заборгованість	100000	3. Резервний фонд	40000
4. Грошові кошти	20000	4. Довгострокові пасиви	310000
		5. Короткострокові пасиви	200000
Баланс	850000	Баланс	850000

4.2. Перелік тем рефератів для самостійної роботи:

1. Дружні та ворожі злиття і приєднання компаній.
2. Регулювання державою діяльності офшорних зон.
3. Консолідована фінансова звітність.
4. Принципи, на основі яких об'єднання підприємств підпорядковані єдиному центру.
5. Мотиви створення об'єднання підприємств.
6. Стратегія об'єднання підприємств на основі глобального підходу.
7. Доцільність залучення позичкового капіталу.
8. Фінансові показники загальної оцінки фінансового стану об'єднання підприємств.
9. Вартість капіталу і вартість активів з урахуванням фактора часу.
10. Поточне планування об'єднання підприємств.
11. Шляхи розвитку об'єднання підприємств.
12. Наддержавне регулювання ТНК.
13. Стратегічні системи, сім'ї, альянси.
14. Міжнародні злиття і поглинання.
15. ТНК і країни СНД.
16. Вихід експортних галузей АПК України на зовнішні ринки через господарський механізм АФПГ.
17. Інструменти національної політики регулювання діяльністю ТНК.
18. Стратегічні напрями транснаціональних корпорацій.
19. Вплив транснаціональних корпорацій на економіку приймаючих країн.
20. Вплив ТНК на економіку країн базування.

21. Значення ТНК у формуванні сучасних тенденцій руху капіталів.

22. Наддержавне регулювання ТНК.

23. ТНК в Україні.

24. Глобалізація і ТНК.

25. ТНК та їх роль в сучасних міжнародних економічних відносинах.

26. Міжнародні холдингові компанії.

Рекомендована література: [1-21]

РЕКОМЕНДОВАНА ЛІТЕРАТУРА

1. Господарський кодекс України [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/436-15>
2. Закону України «Про акціонерні товариства» [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/514-17>
3. Закон України "Про банки і банківську діяльність". [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2121-14>
4. Закон України "Про холдингові компанії в Україні". [Електронний ресурс] Режим доступу до сторінки: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3528-15>
5. Авдушкин Е.Ф. Международные экономические отношения: Учебник. - М.: Юрист, 2001. - 368с.
6. Белошапка В.А. Транснаціональні корпорації в міжнародному бізнесі. - К., 1994.
7. Грідчіна М.В. Корпоративні фінанси (зарубіжний досвід і вітчизняна практика): Навч. посіб. – К.: МАУП, 2002. - 232с.
8. Джонс-Энест. Деловые финансы / Пер. с англ. - М.: Олимп-Бизнес, 1998.
9. Міжнародна економіка. Навчальний посібник / За ред. Козака Ю.Г., Новацького В.М. - К.: Центр навчальної літератури, Видавництво „АртЕк”, 2002. - 436с.
10. Новицкий Н.И. Организация производства на предприятии: Уч.-метод, пособие. - М.: ФиС, 2002. - 292с.
11. Панченко С.Г. Міжнародний менеджмент: Навч.-метод. посіб. для самост. вивч. дисц. - Вид.2-ге, без змін. - К.: КНЕУ, 2006. - 468с.
12. Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом.-К.: Лібра,2002.-472 с.
13. Плотников О.В. Фінансовий менеджмент у ТНК: Навчальний посібник. - К.: Кондор, 2004. - 252с.
14. Соколенко С.И. Глобальные рынки в XXI столетии, 1998.
15. Транснаціональні корпорації: навчальний посібник / В. Рокоча, О. Плотников, В. Новицький та ін. - К.: Таксон, 2001. - 304с.
16. Транснаціональні корпорації: особливості інвестиційної діяльності: Навчальний посібник / За ред. С.О. Якубовського, Ю.Г. Козака, О.В. Савчука. - К.: Центр навчальної літератури, 2005. - 488с.
17. Уманців Г.В. Холдингові компанії та промислово-фінансові групи у сучасній економіці. - К.: ВІРА-Р, 2002. - 420с

18. Економіка та організація діяльності об'єднань підприємств: Навч. посібник/ Чепурда Л.М., Беляєва С.С., Плахотнікова М.В. та інш. За заг. ред. Л.М.Чепурди. К.: ВД Професіонал, 2005. – 275 с.
19. Практикум і завдання для самостійної роботи з дисципліни «Економіка й організація діяльності об'єднань підприємств»(для студентів 5 курсу спеціальності 7.050107 Економіка підприємства).-Укл. Зінковська А.І. -Харьків: ХНАМГ, 2007.- 222 с.
20. Фінанси зарубіжних корпорацій: Навч.-метод. посібник для самос. вивч. дисц./В.М. Суторміна, В.М. Федосов, В.М. Радзівська, Б.С. Стеценко. –К.: КНЕУ, 2002.- 88 с.
21. Шарп У., Александер Г., Бзйм Дж. Инвестиции: Пер. с англ. - М.: ИНФРА -М., 1997. - 1024с.

ДОДАТКИ

Приклади державного регулювання діяльності офшорних зон

Назва, територія розташування (строк створення)	Правовий статус	Суб'єкти зони	Пільговий режим для суб'єктів зони
1	2	3	4
Спеціальна економічна зона «Донецьк», Донецьк, Донецька область (60 років з 14.01.1999р.)	Закон України «Про спеціальні економічні зони та спеціальний режим інвестиційної діяльності в Донецькій області » від 24.12.1998р. №356 Закон України «Про внесення змін до деяких законів України з питань оподаткування у зв'язку із запровадженням спеціального режиму інвестиційної діяльності на територіях пріоритетного розвитку в Донецькій області» від 15.07.1999р. №973	Суб'єктами зони «Донецьк» є зареєстровані на території зони суб'єкти підприємницької діяльності, які реалізують у межах цієї зони інвестиційні проекти, затверджені КМУ	1. Режим спеціальної митної зони 2. Оподаткування прибутку за ставкою 20% об'єкта оподаткування. 3. Оподаткування доходів нерезидентів у розмірі 2/3 встановленої ставки. 4. Не справляються збори до Державного інноваційного фонду та до Фонду Чорнобиля. 5. Звільняються від оподаткування сума інвестицій, одержана згідно з інвестиційним проектом. 6. Надходження в іноземній валюті звільняються від обов'язкового продажу. 7. Не справляється плата за землю на період освоєння земельної ділянки.

Продовж. додатку А

1	2	3	4
Спеціальна економічна зона «Закарпаття», Ужгородський та Мукачівський райони, Закарпатська область (30 років з 17.12.1998р.)	Указ Президента України «Про спеціальну економічну зону «Закарпаття» від 09.12.1998р. №1339 Закон України «Про спеціальну економічну зону «Закарпаття»	Суб'єктами зони «Закарпаття» є зареєстровані на території зони суб'єкти підприємницької діяльності, які реалізують у межах цієї зони інвестиційні проекти, затверджені КМУ	1. Режим спеціальної митної зони 2. Оподаткування прибутку за ставкою 20% об'єкта оподаткування. 3. Оподаткування доходів нерезидентів у розмірі 2/3 встановленої ставки. 4. Не справляються збори до Державного інноваційного фонду. 5. Надходження в іноземній валюті звільняються від обов'язкового продажу.

Порівняльна характеристика деяких можливостей створення офшорних компаній

Показники	Великобританія	Угорщина	Швейцарія	Люксембург	Канада
1	2	3	4	5	6
Переваги	Високий міжнародний авторитет	Низький рівень оподаткування -3% з чистого прибутку. Не має репутації "офшорної зони". Наявність договорів про уникнення подвійного оподаткування	Високий міжнародний авторитет, можливість реєстрації холдингової компанії з пільгами з податкових конвенцій	Високий міжнародний авторитет країни як члена ЄС, можливість реєстрації холдингової компанії з пільгами з податкових конвенцій	Обмежена відповідальність, право передавання володіння, престижний статус юрисдикції, яка входить до "великої сімки" розвинутих країн
Недоліки	Обов'язкове ведення бухгалтерського обліку і подання річного звіту з аудиторським висновком	Обов'язкове ведення бухгалтерського обліку і подання річного звіту з аудиторським висновком, відсутність конфіденційної інформації про учасників і директорів компанії	Обов'язкове ведення бухгалтерського обліку і подання річного звіту з аудиторським висновком. Порівняно значна вартість реєстрації компанії	Обов'язкове ведення бухгалтерського обліку і подання річного звіту з аудиторським висновком	Не допускаються акції на пред'явника. Не є членом Гаазької конвенції
Корпоративне законодавство	Закон про компанії 1985 р.	Закон про корпоративний податок і податок на дивіденди	Цивільний закон	Закон про компанії 1928 р. Закон про холдингові компанії 1929 р.	Акти: Про бізнес - корпорації, Про інвестиції, Про конкуренцію, Про прибутковий податок і т.д.
Форма компанії	Приватна компанія з обмеженою відповідальністю	Товариство з обмеженою відповідальністю	Публічна корпорація	Холдингова компанія, інвестиційно-фінансова компанія, приватна компанія з обмеженою від відповідальністю	Корпорація
Дозволені види діяльності	Будь-яка не заборонена законом діяльність. Для проведення банківських, страхових, перестрахових необхідна спеціальна ліцензія	Будь-яка не заборонена законом діяльність. Для проведення банківських, страхових, перестрахових необхідна спеціальна ліцензія	Будь-яка не заборонена законом діяльність.	Будь-яка не заборонена законом діяльність.	Будь-яка не заборонена законом діяльність. Для проведення банківських, страхових, перестрахових необхідна спеціальна ліцензія
Оподаткування	В залежності від схеми використання	Офшорні компанії обкладаються 3%-м податком з чистого прибутку	В залежності від виду діяльності	В залежності від форми компанії	В залежності від виду діяльності

Продовж. додатку Б

1	2	3	4	5	6
Строк реєстрації	2-3 тижні	Приблизно 2 місяці	2-3 тижні	2-3 тижні	1-2 дні
Можливість придбання діючих компаній	Так	Ні	Ні	Ні	Так
Акції	Випускаються іменні акції з номінальною вартістю	Не випускаються. В засновницькому договорі фіксується частка кожного учасника	Іменні акції і акти на пред'явника	холдингові компанії - іменні та акції на пред'явника; товариства з обмеженою відповідальністю – тільки іменні акції	Іменні, привілейовані, акції без номінальної вартості
Наявність на території реєстрації офісу	Обов'язкова	Обов'язкова	Обов'язкова	Обов'язкова	Обов'язкова
Необхідність ведення бухгалтерського обліку та подання звіту	Обов'язкові	Обов'язкові	Обов'язкові	Обов'язкова	Обов'язкова
Необхідність аудиторського висновку	Існує	Якщо дохід перевищує 180 000 дол. США	Існує	Якщо активи більше 93 млн. LUF або нетто-оборот більше 186 млн. LUF або кількість персоналу більше 50 чоловік	Існує
Інформація, доступна за вимогою третіх осіб	Реєстр акціонерів, директорів кредиторські вимоги	Імена і адреси директорів і учасників, реєстраційна адреса, статут або меморандум	Імена і адреси директорів і учасників, реєстраційна адреса	Імена і адреси директорів і учасників, реєстраційна адреса	Усі корпоративні документи
Угоди про уникнення подвійного оподаткування	Найбільша кількість угод	Більше 45 угод	Є	Є	Дуже багато

Ефекти від впровадження системи бюджетування

Сфера діяльності	Ефект	Причина виникнення
Продаж	Отримання достовірної інформації про дохідність окремих продуктів і операцій з окремими клієнтами	Бюджет продаж, коректне розподілення непрямих витрат за продуктами, бізнес-напрямами і окремими клієнтами
	Оптимізація цінової і асортиментної політики	
	Формалізація відповідальності менеджерів по продажам в межах виконання бюджетів продаж, додатковий засіб мотивації, інструмент оцінки персоналу	Індивідуальні плани продаж, які дозволяють: здійснювати обґрунтовану ротацію співробітників, прив'язувати зарплату персоналу не стільки до обсягу продаж, скільки до маржинального прибутку (виручка від реалізації „-” змінні витрати), проводити спеціальні програми по стимулюванню продаж найбільш рентабельних продуктів
Виробництво	Зниження виробничої собівартості	Бюджет загально виробничих витрат
	Зменшення запасів готової продукції і матеріалів	Перегляд нормативів і технологічних карт
Загально корпоративне управління	Відмовлення від непрофільних бізнесів після реальної оцінки їх прибутковості	Орієнтація виробничих бюджетів на показники бюджету продаж
Фінанси	Оптимізація кредитного портфеля	Бюджет додаткових служб компанії
	Усунення касових розривів (дефіцит готівки)	Кредитний план
	Полегшення процесу залучення інвестицій	Баланс руху грошових коштів
		Основні бюджети (консолідована прогност на фінансова звітність)

Базові шляхи розвитку корпорації

№ п/п	Базовий шлях розвитку корпорації	Характерні ознаки	Характеристика вартості та ризикованості	
			Обсяг капіталовкладень	Ступінь фінансового ризику
1	2	3	4	5
1	Концентрація зусиль на поточному бізнесі	Збільшення обсягів виробництва тієї самої продукції (виконання робіт, надання послуг) і закріплення за собою того самого ринку збуту. Забезпечує повільні темпи розвитку і підвищення рентабельності	Мінімум додаткових фінансових ресурсів	Мінімальний
2	Розширення ринку	Розширення ринку збуту тієї ж продукції (виконання робіт, надання послуг або з невеликою модифікацією) за рахунок маркетингових заходів (збільшення каналів розподілу, зміна змісту реклами і засобів сприяння продажу). Забезпечує помірні темпи розвитку і підвищення рентабельності	Помірні інвестиції	Помірний
3	Оновлення продукції	Суттєва модифікація продукції або створення нових моделей. Забезпечує помірні темпи розвитку і підвищення рентабельності	Помірні інвестиції	Помірний
4	Інновація	Упровадження оригінальних, новітніх ідей, створення продукції з якісно новими характеристиками. Забезпечує значне підвищення рентабельності (можливість отримання надприбутку) у разі успіху або великі збитки (імовірність банкрутства) у випадку провалу	Значні капіталовкладення, тривалий термін окупності	Високий
5	Горизонтальна інтеграція - стратегія поглинання конкурентів	Зростання фірми за рахунок об'єднання (або придбання) з підприємствами, що випускають таку ж (або подібну) продукцію. Забезпечує високі темпи розвитку, помірне або високе підвищення рентабельності	Помірні інвестиції	Помірний

1	2	3	4	5
6	Вертикальна інтеграція	Встановлення контролю (або придбання) над посередниками: між фірмою та кінцевим споживачем - прогресивна інтеграція; над посередниками (або виробниками), що постачають сировину (матеріали) - регресивна інтеграція. Забезпечує помірні темпи розвитку і підвищення рентабельності	Помірні інвестиції	Помірний
7	Концентраційна диверсифікація	Розширення діяльності за рахунок придбання підприємств, що виробляють іншу продукцію, але з високою сумісністю з поточним бізнесом. Придбання підприємств, продукції, ринків збуту, технології яких подібні до власних, але не ідентичні їм	Великі інвестиції	Зменшення фінансового ризику
8	Конгломератна диверсифікація	Розширення діяльності за рахунок придбання високоприбуткових підприємств незалежно від виду їх діяльності. Синергійний ефект від злиття – суттєве підвищення рентабельності	Великі інвестиції	Суттєве зменшення фінансового ризику
9	Зменшення витрат	Якщо фірма переживає період зниження доходів, використовуються різноманітні заходи щодо зменшення витрат, щоб фірма змогла подолати негативні тенденції та вижити. Спостерігається зниження темпів розвитку та рентабельності	Скорочення (або заморожування) інвестицій	Зменшення ризику банкрутства
10	Частковий розпродаж	Якщо стратегія скорочення витрат не була ефективною, може бути прийняте рішення продати окремі компоненти справи, що мають високу ринкову вартість і цим поліпшити фінансове становище фірми. Спостерігається зниження темпів розвитку і рентабельності	Часткове повернення попередніх капіталовкладень	Зменшення ризику фінансових втрат
11	Ліквідація	Продаж компанії окремими частинами за планом з тим, щоб ліквідувати її з найменшими втратами для акціонерів. Здійснюється тоді, коли передбачається банкрутство компанії. Планова ліквідація може забезпечити вигідний продаж майна. Результат — згорання діяльності	Часткове повернення попередніх капіталовкладень	Зменшення ризику втрат для акціонерів

Шкала кредитних рейтингів довгострокових облігацій

Міжнародні шкали кредитних рейтингів	Українська шкала кредитних рейтингів
1	2
Aaa AAA AAA Найкращі: максимальний захист, мінімальний ризик. Фактори ризику не значно перевищують рівень «безризикових» боргів Казначейства США. Ймовірність виплати боргу та відсотків надзвичайно висока	uaAAA Винятковий (найвищий) рівень спроможності позичальника своєчасно та в повному обсязі виплачувати відсотки і основну суму за борговими зобов'язаннями
Aa AA AA Дуже хороші: можливості емітента з виплати боргу та відсотків оцінюються як дуже високі. Разом з AAA входять у вищу групу	uaAA Дуже високий рівень спроможності позичальника своєчасно та в повному обсязі виплачувати відсотки і основну суму за борговими зобов'язаннями
A A A Хороші: цінні папери вище середнього, привабливі, але підпадають під певний вплив, який приводить до ризику в довгостроковій перспективі. Під час економічних потрясінь факторів ризику більше, ніж по попередніх, і вони більш значні	uaA Високий рівень спроможності позичальника своєчасно та в повному обсязі виплачувати відсотки і основну суму за борговими зобов'язаннями. Однак такий позичальник чутливий до несприятливих змін у комерційних, фінансових та економічних умовах порівняно з позичальниками з більш високими рейтингами
Baa BBB BBB Середні: на поточний момент адекватно захищені, але може не вистачити деяких захисних елементів чи вони недостатньо надійні в довгостроковій перспективі. Проте захист вважається достатнім для продуманих рішень	uaBBB Достатня спроможність позичальника своєчасно та в повному обсязі виплачувати відсотки і основну суму за борговими зобов'язаннями. Однак такий позичальник перебуває під впливом несприятливих змін у комерційних, фінансових та економічних умовах порівняно з позичальниками з більш високими результатами
Ba BB BB Нижче середнього: середній ступінь захищеності, вже є спекулятивні елементи, майбутнє не може бути гарантоване. В даний момент погашається, але допускається можливість затримки платежів. Якість обслуговування боргу може сильно змінюватися	uaBB Боргові зобов'язання позичальника найменшою мірою піддаються ризику невиконання порівняно з позичальниками з рейтингами спекулятивного рівня. Однак можуть виникнути труднощі із своєчасною та в повному обсязі виплатою відсотків і основної суми за борговими зобов'язаннями у разі несприятливих змін у комерційних, фінансових та економічних умовах, хоча найближчим часом вірогідність невиконання позичальником боргових зобов'язань мінімальна

1	2
В В В Низька якість: слабка захищеність в довгостроковій перспективі, вже не можуть розглядатися як привабливі для інвестицій. На даний час ймовірніше всього погашення, але велика ймовірність, що несприятлива економічна ситуація приведе до затримки платежів	uaB На даний час позичальник спроможний виплачувати відсотки і основну суму за борговими зобов'язаннями, але має більш високу вірогідність дефолту за зобов'язаннями, ніж позичальник з рейтингом uaBB. Позичальник перебуває під впливом несприятливих змін у комерційних, фінансових та економічних умовах порівняно з позичальниками з більш високими рейтингами, що може послабити його спроможність своєчасно і в повному обсязі виплачувати відсотки і основну суму за борговими зобов'язаннями
Caа CCC CCC Високий ризик, нестабільність. На поточний момент існує небезпека непогашення чи невиклати відсотків, тобто є велика невизначеність відносно того, чи будуть платежі виплачені вчасно, чи лише сприятливий збіг обставин дозволить виплатити борг вчасно	uaCCC Існує вірогідність дефолту за борговими зобов'язаннями позичальника. Своєчасність і обсяг виплати відсотків та основної суми за борговими зобов'язаннями значною мірою залежать від комерційних, фінансових та економічних умов
Ca CC CC Дуже висока ймовірність неплатежів	uaCC Існує висока вірогідність дефолту за борговими зобов'язаннями позичальника в комерційних, фінансових та економічних умовах
C C C Найнижча захищеність, можлива відмова від платежів	uaC Найближчим часом очікується дефолт за борговими зобов'язаннями позичальника, але виплати за борговими зобов'язаннями на даний час не припинені
D DDDD, DD, D Повна неплатоспроможність, заборгованість, сумнівна вартість. Хоча існують підстави вважати, що борги будуть виплачені до кінця пільгового періоду	uaD Виплати відсотків і основної суми за борговими зобов'язаннями припинені позичальником без досягнення згоди кредиторів щодо реструктуризації заборгованості до настання строку платежу

Співвідношення короткострокових та довгострокових рейтингів

Довгострокові рейтинги		Короткострокові рейтинги	
Moody's	Standart & Poor's	Moody's	Standart & Poor's
Інвестиційний рівень		Першокласні цінні папери. Інвестиційна якість	
Aaa	AAA	Prime-1	A-1 +
Aa1	AA+	Prime-1	A-1 +
Aa2	AA	Prime-1	A-1 +
Aa3	AA-	Prime-1	A-1+ — A-1
A1	A+	Prime-1	A-1+ — A-1
A2	A	Prime-2	A-1 — A-2
A3	A-	Prime-2	A-1 — A-2
Baa1	BBB+	Prime-2	A-2
Baa2	BBB	Prime-2	A-3
Baa3	BBB-	Prime-3	A-3
Спекулятивний рівень		Не першокласні цінні папери. Спекулятивна якість	
Ba1	BB+	Not Prime	B,C,D
Ba2	BB	Not Prime	B,C,D
Ba3	BB-	Not Prime	B,C,D
B1	B+	Not Prime	B,C,D
B2	B	Not Prime	B,C,D
B3	B-	Not Prime	B,C,D
Ca	CCC+	Not Prime	B,C,D
Ca	CCC	Not Prime	B,C,D
C	CCC-	Not Prime	B,C,D
	CC, C, D		

Транснаціональні ФПГ за участю України

№ п/п	Назва ФПГ, місцезнаходження, головне підприємство	Напрямок діяльності	Країни учасники	Українські підприємства – учасники ФПГ
1	"Інтерлайп" (Україна)	Труба промисловість; Металургія; Гірськорудна промисловість; Коксохімічна промисловість	Україна, Білорусь	АТ "Новомосковський трубний завод", АТ "Нікопольський завод феросплавів", АТ "Нижньодніпровський трубопрокатний завод", АТ "Нікопольський південно-трубний завод", Банк "Кредит-Дніпро"
2	"Укртатнафта" м. Кременчук	Виробництво, переробка і реалізація нафтопродуктів	Україна, Росія	АТ "Укртатнафта" (на базі Кременчуцького НПЗ)
3	"Нижньгородські автомобілі" м. Нижній Новгород	Автомобілебудування	Росія, Україна, Білорусь, Молдова, Киргизія	ПО "Білоцерківщина" Чернігівський завод карданних валів
4	"Точність" м. Москва	Розробка, виробництво і реалізація зброї. Розробка і реалізація програм виробництва продукції військового і цивільного призначення	Росія, Україна, Білорусь	Ніжинський науково-виробничий комплекс "Прогрес", АТ "Центральне конструкторське бюро "РИТМ"
5	"Слов'янський папір" м. Москва	Переробка сировини для продукції целюлозно-паперового виробництва	Росія, Україна, Білорусь	АТ "Корюківська ФТП"
6	Росагропром, м. Москва	Виробництво і реалізація продуктів харчування, фітопродукції	Росія, Україна, Білорусь	М'ясопереробне підприємство "Прикарпаття", Чернігівський м'ясокомбінат, Комбінат "Вінниця м'ясо"
7	"Альфа груп"	Виробництво, переробка і реалізація нафтопродуктів	Росія, Україна, інші	АТ "Альфа-нафта"

Для нотаток

Для нотаток

Для нотаток

Навчальний посібник

Сисоліна Н.П., Савеленко Г.В., Василенко Л.П.

**ЕКОНОМІКА ТА ОРГАНІЗАЦІЯ ДІЯЛЬНОСТІ
ОБ'ЄДНАНЬ ПІДПРИЄМСТВ**

Українською мовою

Формат 60х84/16. Ум. друк. арк. 17,31.
Обл. вид. арк 15,58. Тираж 300 пр. Зам. № ____.

Видавець і виготовлювач Лисенко В.Ф.
вул. Пацаєва, 14, корп. 1, кв. 101, м. Кіровоград, Україна, 25028
Свідоцтво суб'єкта видавничої справи ДК № 3904 від 22.10.2010