

3. Романюк С., Коломійчук В., Дробот Н. Методологічний підхід до визначення рейтингу інвестиційної привабливості території // Регіональна економіка. — 1999. — № 3. — С. 108—113.
4. Михасюк І. Р., Мальський М. З. Регіональна економічна політика. — Львівський національний університет ім. І.Франка. — Львів: Українські технології, 2001. — 574 с.
5. Свдокімова Д. М. Методичне забезпечення обґрунтування державної політики розвитку регіонів // Стратегія економічного розвитку України: Науковий збірник. — К.: КНЕУ, 2001. — Вип. 7. — С. 589—592.
6. Фащевський М., Чернюк Л. Гео економічний потенціал розвитку продуктивних сил України // Економіка України. — 2002. — № 7. — С. 32—36.
7. Грищенко А. Структура ринкової трансформації інвестиційного типу // Економіка України. — 1997. — № 1. — С. 4—10.
8. Герасимчук В. та ін. Інноваційно-інвестиційний розвиток промисловості України: проблеми і перспективи // Економіка та держава. — 2006. — № 5. — С. 41—43.
9. Савченко В. Ф. Інвестиційний паспорт як передумова прискореного економічного розвитку регіону // Вісник Чернігівського державного технологічного університету. Економіка. — 2000. — № 11. — С. 61—65.

Стаття надійшла до редакції 24.11.2008 р.

УДК 336.71

О. О. Чуб, докторант
кафедри банківської справи
ДВНЗ «Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана»

РОЛЬ ІНВЕСТИЦІЙНОГО БАНКУ В ОПЕРАЦІЯХ ЗЛИТТЯ ТА ПРИДБАННЯ

Дослідження присвячено визначенню економічної сутності інвестиційного банку із урахування економічних та юридичних умов ведення бізнесу у тій чи іншій країні. Визначено роль, місце та функції інвестиційного банку при здійсненні операцій злиття та придбання (M&A).

КЛЮЧОВІ СЛОВА: інвестиційний банк, операції злиття та придбання, інвестиційно-банківська діяльність, андеррайтинг.

Розвиток світової економіки у ХХ–ХХІ ст. неможливий без виходу на світові ринки капіталів з метою залучення тимчасово вільних коштів для реалізації цілей розвитку і підвищення ефективності роботи корпоративного сектора. Таким чином, будь-яка ринкова економіка припускає наявність добре розвиненої фінансової системи, яка забезпечувала б вільний рух капіталу між бізнес-організаціями. Цій вимозі повністю відповідає ринок цінних паперів, який надає корпораціям можливість швидко і ефективно залучити зовнішнє фінансування шляхом емісії цінних паперів, підтримуючи таким чином необхідний баланс між інвестиціями і необхідним капіталом. Фондовий ринок традиційно відігравав значну роль у забезпеченні зовнішніми інвестиційними ресурсами реального сектора економіки.

Головною ланкою системи фінансування реального сектора з використанням інструментів фондового ринку є інвестиційні банки. Вони виступають найефективнішими фінансовими посередниками та забезпечують рух капіталу від інвесторів до реципієнтів. Посилення впливу фондового ринку на світову економіку, широке розповсюдження сек'юритизації боргових зобов'язань та консолідація фінансових інститутів призвели до того, що найбільші світові інвестиційні банки поступово трансформувалися із класичних посередників, які сприяли корпораціям залучати інвестиції через емісію цінних паперів, у глобальні універсальні фінансові інститути з повним спектром послуг.

Мета дослідження полягає у визначенні основ взаємодії інвестиційних банків з підприємствами реального сектору при проведенні операцій злиття та придбання. Спочатку розглянемо теоретичні засади визначення особливостей діяльності інвестиційного банку. Першочерговим при визначенні місця інвестиційних банків у системі фінансового посередництва є визначення інвестиційної банківської діяльності й інвестиційного банку. Інвестиційну банківську діяльність визначимо як фінансове посередництво в забезпеченні фінансуванням корпоративного або державного сектора шляхом емісії цінних паперів та виступають посередниками у продажу корпоративних цінних паперів кінцевим інвесторам [1]. Банки з глобальною орієнтацією — це універсальні фінансові «супермаркети» з широким спектром послуг, що працюють за рамками класичної інвестиційно-банківської діяльності. Таким чином, необхідно проводити межу між інвестиційно-банківською діяльністю й інвестиційними банками, оскільки термін «діяльність інвестиційних банків» набагато ширше за термін «інвестиційно-банківська діяльність».

Проте, не можна заперечувати факт виникнення нового для нашої країни виду діяльності — інвестиційно-банківської. Теоретичне дослідження підходів до визначення сутності поняття інвестиційного банку не може бути проведене без дослідження наукових позицій, викладених у вітчизняній і західній літературі.

Неформальне визначення інвестиційного банку характеризує його як організацію, яка зводить разом інвесторів і привабливі інвестиційні проекти та допомагає інвесторам успішно завершити операції. Більш формалізоване визначення інвестиційного банку — це інститут, що спеціалізується на організації випуску, гарантуванні розміщення й торгівлі цінними паперами, проведенні фінансових консультацій клієнтів (у першу чергу щодо проведення операцій злиття та придбання), орієнтований на фінансові ринки [2, с. 212, 214].

Дати остаточне визначення сучасного інвестиційного банку складніше, зважаючи на вищезазначений широкий спектр діяльності, а також відсутність у більшості юрисдикцій формальних визначень інституту з такою назвою. Через відмінності у термінологічних системах різних економічних моделей використовуються різні терміни, які визначають однакові за сутністю принципи. Як на національному банківському ринку, так і в інших країнах, законодавча база яких не містить формального поняття інвестиційного банку і не описує сферу його діяльності, інвестиційні компанії і комерційні банки позиціонують себе як інвестиційні банки. Відмінності трактування понять знаходяться у правовому полі, а саме, на відміну від США, в європейських і азійських країнах законодавчо не відокремлена інвестиційна діяльність банків від комерційної, й тому там діють універсальні банки. У країнах з англо-саксонською моделлю фінансової системи інвестиційні банки формально виділені як окремий інститут у системі фінансового посередництва. Так, у Великобританії для визначення економічного змісту інвестиційного банку більш використовують термін «інвестиційний траст» (investment trust), а не власне «інвестиційний банк» (investment bank). У США поряд з терміном «інвестиційний банк» широко використовується поняття «інвестиційний банківський дім» (investment banking house), тобто підприємство, що займається торгівлею корпоративними і державними цінними паперами, перш за все через купівлю великого пакету і подальшого його продажу кінцевим інвесторам, а також виконує операції корпоративного фінансування у формі залучення капіталу під заставу цінних паперів, або у формі довгострокового інвестиційного кредиту [3, с. 169]. Доречно відзначити, що інвестиційні банки виконують ще один вид діяльності, такий як фінансове консультування [4, с. 27].

Згідно національного законодавства, банк набуває статусу спеціалізованого інвестиційного банку у разі, якщо більше 50 відсотків його активів є активами одного типу, а саме емісія та розміщення цінних паперів, що здійснюються за рахунок грошових коштів приватних інвесторів [5].

Банки намагаються відокремити комерційну діяльність від інвестиційної, тому що існує принципова різниця цільових груп клієнтів комерційних і інвестиційних банків, а отже і зумовлені цим відмінності у пакетах послуг банків [6]. Це призводить до необхідності жорсткого розділення як власне клієнтів комерційних і інвестиційних банків, так і спеціалістів, які їх обслуговують.

Сучасний інвестиційний банк можна визначити як значну за розміром універсальну комерційну організацію, що поєднує більшість допустимих видів діяльності на ринку цінних паперів і на деяких інших фінансових ринках через залучення фінансових ресурсів за допомогою цінних паперів на оптових фінансових ринках із пріоритетністю середньо- і довгострокових вкладень переважно у недержавні цінні папери [7]. Я. М. Міркін дає ширше визначення інвестиційного банку — це фінансовий інститут, який є професійним учасником ринку цінних паперів і виконує дилерські операції, андеррайтинг (повний і частковий викуп або гарантування викупу емісії цінних паперів, як акціонерних так і боргових), брокерські, фінансового консультування, управління інвестиційними фондами, обслуговування реорганізацій (злиття, поглинання, виділення) компаній, депозитарну діяльність, персональний траст, інвестування від свого імені [8]. Таке визначення містить кілька принципових моментів, а саме інвестиційний банк повинен володіти великим капіталом та бути універсальним у інвестиційній діяльності, на відміну від інших фінансових посередників. Диверсифікація портфеля допомагає інвестиційним банкам отримувати стабільний дохід.

Діяльність глобальних інвестиційних банків надзвичайно диверсифікована, тому доречно чітко визначити основні напрями діяльності:

1) інвестиційно-банківська діяльність, зокрема андеррайтинг, залучення фінансування, злиття та придбання, фінансове консультування;

2) управління активами і пасивами, зокрема управління активами корпоративних інституційних клієнтів, взаємних фондів, приватних осіб, державним боргом різних країн, аналіз портфеля цінних паперів, розробка та реалізація інвестиційної стратегії;

3) операції з цінними паперами, зокрема купівля-продаж за свій рахунок та за рахунок клієнта на ринках корпоративних цінних паперів, брокерсько-дилерська діяльність з державними цінними паперами різних країн, торгівля дериватами (опціонами, ф'ючерсами на фінансових і товарних ринках), аналітична діяльність. Фінансова організація, якій притаманні вище визначені характеристики, може бути визначена як універсальний інвестиційний банк.

В українській економіці на сучасному етапі розвитку склалися передумови для успішного розвитку інвестиційних банків. По-перше, найбільші підприємства відчувають потребу у залученні додаткових фінансових ресурсів, а отже й у послугах із залучення коштів [10]. Менеджмент підприємств почав усвідомлювати роль і можливості ринку цінних паперів як потенційного джерела довгострокових фінансових ресурсів. По-друге, виникли значні фінансові капітали, які вже не задовольняються присутністю на традиційних секторах ринку і шукають інші фінансові ринки [11].

Більшість компаній знаходиться у стадії розвитку, коли реалізація довгострокових стратегічних завдань неможлива без залучення фінансування із-зовні [12]. Найбільші компанії мають досвід залучення фінансування через інструменти фондовому ринку. У той же час ринок цінних паперів, не дивлячись на розвинену інфраструктуру, в даний час не повністю виконує завдання фінансування реального сектора економіки. Йому ще належить стати повноцінним ринком капіталу, і в його становленні ключову роль будуть відігравати глобальні інвестиційні банки [13].

Операції із злиття та придбання є складним процесом, успіх якого залежить не тільки від правильності вибраної стратегії, але в більшому ступеню від професіоналізму її виконання, від відповідальної роботи цілої команди фахівців. Деякі по-

слуги, такі як правове консультування і оцінка, є необхідними в процесі поглинання. Компанія, перш ніж вибрати консультанта з операції, повинна визначитися з набором послуг, необхідних їй для успішного здійснення операції. Роль інвестиційного банку в даному процесі досить значна, оскільки він виконує основну частину роботи у процесі реалізації операцій злиття та придбання, зокрема організовує весь процес здійснення операції, виступаючи у ролі координатора. Підприємство у 95 % випадків залучає до процесу консультантів із бухгалтерського та податкового обліку, юристів, але під час операції банк централізує і координує їх діяльність. Крім того, часто інвестиційні банки дають рекомендації щодо вибору і залучення інших консультантів.

Роль інвестиційних банків у операціях злиття та придбання, на нашу думку, доречно розглядати через функції, які традиційно виконують банки на ринку корпоративного контролю (табл. 1).

Таблиця 1

**СТРУКТУРИЗАЦІЯ ФУНКЦІЙ ІНВЕСТИЦІЙНОГО БАНКУ
НА РИНКУ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЮ**

Функція	Економічний зміст	Опис
Консультування	Фінансове консультування	<ul style="list-style-type: none"> ● проведення аналітичних досліджень кон'юнктури ринку і конкурентного середовища; ● визначення ймовірних компаній-цілей; ● розробка плану проведення операцій злиття та придбання; ● стратегічне планування діяльності новоутвореної компанії
	Юридичне консультування	<ul style="list-style-type: none"> ● захист цільових фірм від ворожого поглинання шляхом внесення доповнень у статут цільової фірми, звернень до суду
Оціночна	Встановлення справедливої ціни	<ul style="list-style-type: none"> ● при «дружньому» злитті необхідно довести акціонерам, що узгоджена ціна є справедливою
	Визначення найнижчої ціни придбання	<ul style="list-style-type: none"> ● якщо злиття не є дружнім, то поглинаюча фірма зазвичай хоче знати найнижчу ціну придбання, а цільова фірма, навпаки, прагне довести, що запропонована ціна не виправдано знижена
Організаційна	Організація операції	<ul style="list-style-type: none"> ● організація процесу підготовки та реалізації операцій злиття і придбання
	Реалізація операції	<ul style="list-style-type: none"> ● пошук потенційних учасників операції, ведення переговорів і узгодження умов операції, реалізація поглинання шляхом придбання акцій або боргових зобов'язань цільової фірми
Кредитно-інвестиційна	Фінансування злиття	<ul style="list-style-type: none"> ● за відсутності у набуваючої компанії вільних грошових коштів, інвестиційний банк допомагає знайти тимчасово вільний капітал

На інвестиційний банк також покладається функція розробки програми фінансування операції, виходу на національний, регіональні і міжнародний фінансові ринки, оскільки тривалість реалізації великих операцій може тривати рік-півтора та вимагати постійного юридичного або переговорного супроводу.

Інвестиційні банки зазвичай працюють на завершальних етапах операції, але й великий обсяг необхідної підготовчої роботи вони часто беруть на себе. Сюди входять і due diligence (процедура всебічного ризик-тестування компанії), і оцінка, і

структуризація операції, і підтримка переговорного процесу. Банки зазвичай проводять і саму транзакцію, використовуючи низку механізмів, наприклад, escrow (передача активу посередникові, який віддасть його покупцеві тільки у разі гарантії оплати), і фінансування операції. Українська практика реалізації угод злиття та придбання за основними позиціями не відрізнялася від загальноприйнятої.

У 2007 році в Україні було зареєстровано 683 операції злиття та придбання із врахуванням завершених та оголошених операцій. За 2007 рік у кількісному і грошовому виразах ринок більш ніж подвоївся, а у деяких галузях — банківській, металургії, добувній промисловості — приріст був ще значнішим (рис. 1).

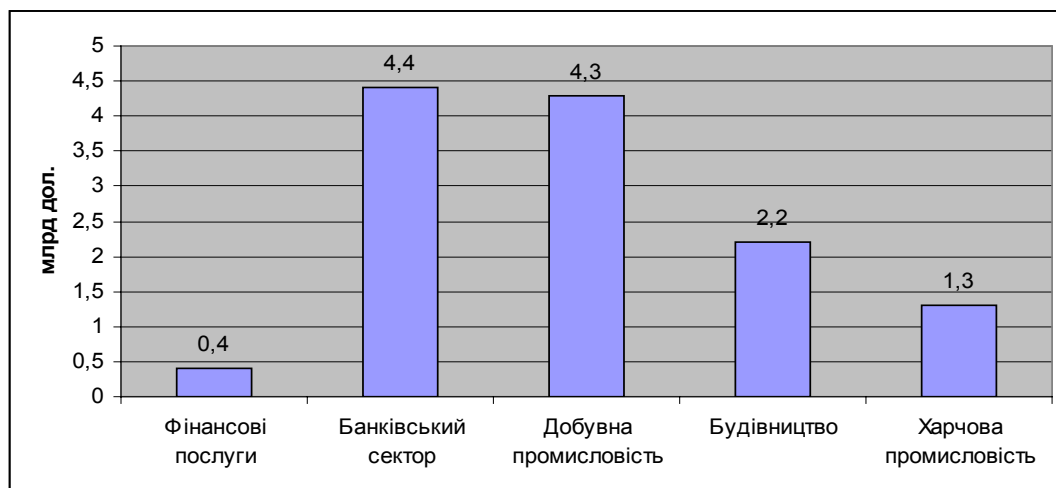


Рис. 1. Кількість операцій злиття та придбання у галузях промисловості у 2007 році [14]

Величина середньої операції у сфері M&A у 2007 р. становила близько \$250 млн. Найбільшими операціями злиття та придбання у 2007 році були угоди продажу активів групою «Приват» Evraz Group за \$3,65 млрд, продажу Укрсоцбанку за \$2,07 млрд, придбання компанії First Ukrainian Development (нерухомість) австрійською Petrochemical GmbH за \$1,3 млрд, продажу Тас-комерцбанку і Тас-інвестбанку Swedbank за \$735 млн, придбання Commerzbank КБ «Форум» за \$600 млн [14]. Розмір премії до ринкової ціни об'єкта, що поглинається, залежить від його вартості, а вона залежить від багатьох показників, зокрема — вартості акцій. Премія до ринкової ціни може відображати додаткові чинники, наприклад, операційна синергія від злиття або зміни стратегії нової компанії. Наприклад, у банківській сфері мультиплікатор — відношення ціни (price) до капіталу (book value) — у середньому становив 3,65. Найвищий мультиплікатор був для Укрсоцбанку — 5,3, найменший (1,74) — при продажу банку «Престиж» «Ерсте Банку». Високі ціни, які деякі зарубіжні банки платили за українські, є свідченням високої привабливості нового регіону та значне розширення клієнтського портфеля. Щодо географічної структури іноземних компаній, які реалізували операції злиття та придбання, то основними суб'єктами були російські компанії, які реалізували у 2007 році 43 угоди (рис. 2) [14].

У банківській сфері найбільші установи вже продані. Ймовірно, ми побачимо продовження процесу злиття і консолідації між банками дрібного і середнього розміру. У 2007 році було проведено кілька операцій невеликого розміру: купівля «Societe Generale» «Ікар-Банку» за \$35 млн, продаж «Укрінбанка» ізраїльському «Нароалім» за \$136 млн, продаж неконтрольного пакету «Рада банка» російському «КІТ Фінанси» за \$7,5 млн і купівлю «Банку НРБ» російським «Ощадбанком» [14].

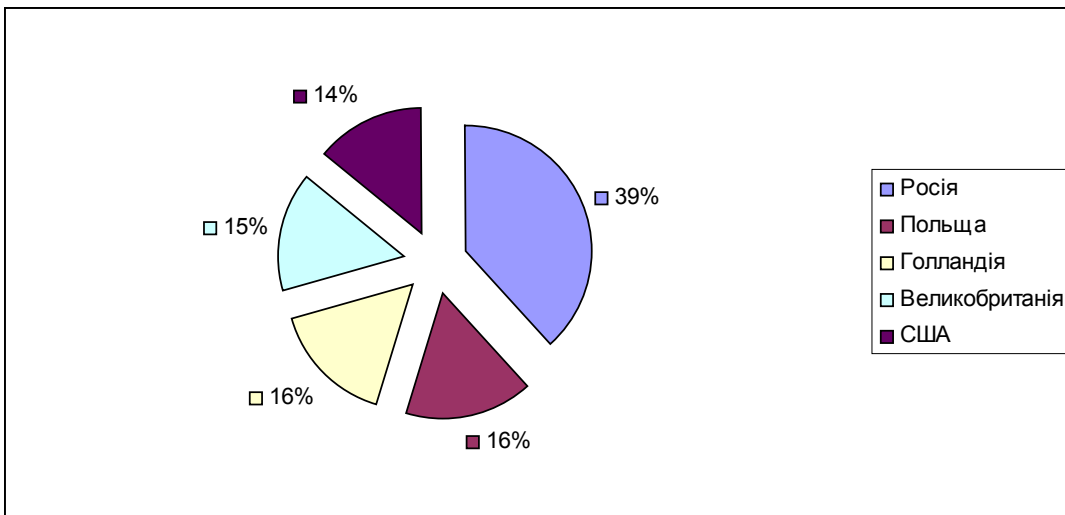


Рис. 2. Структура участі іноземного капіталу в угодах злиття та придбання в Україні у 2007 році

З урахування обсягів та темпів зростання ринку корпоративного контролю національним інвестиційним банкам доречно активізувати діяльність у напрямі реалізації угод злиття та придбання. Традиційно найбільші багатомільярдні операції організовують глобальні інвестиційні банки. У сегменті середніх і дрібних операцій значний сегмент ринку не належить банкам, а зайнятий компаніями великої четвірки — PricewaterhouseCoopers, KPMG, Deloitte і Ernst & Young, а також українським компаніям, таким як «Фінпойнт», яка реалізувала кілька успішних операцій.

У 2007 р. в Україні почали проводитися операції M&A з використанням позикового капіталу (кредитного плеча), що є новою тенденцією. Операцій з використанням позикового капіталу можуть реалізовуватися двох типів — LBO (leverage buyout або викуп з використанням кредитного плеча) і MBO (management buyout або викуп менеджментом). Наявність таких інструментів дозволить гнучкіше структурувати операції і відкриває ширші можливості компаніям. Це дуже позитивне явище, тому що компанії отримують додатковий фінансовий інструмент.

Проведене дослідження дало змогу зробити кілька висновків щодо перспектив розвитку інвестиційних банків в Україні та їх ролі в операціях злиття та придбання.

- Бурхливий розвиток ринку корпоративного контролю в Україні спонукає банки розвивати такий напрям діяльності, як інвестиційна.
- Доцільність залучення інвестиційного банку в якості консультанта залежить від особливостей тієї чи іншої ситуації, але організація успішної операції неможлива без залучення професійного консультанта.
- Послуги консультантів недешеві, але варто відзначити, що у процентному співвідношенні до повної вартості операції їх оплата мінімальна, особливо враховуючи ціну, яку доводиться платити компанії у разі невдалого поглинання.
- У розвинених країнах практично жодна операція злиття та придбання не проходить без участі інвестиційного банку, в Україні теж спостерігається дана тенденція.

Література

1. Миловидов В. Д. Современное банковское дело. Опыт организации и функционирования банков США. — М.: МГУ, 1992. — 174 с.
2. Федоров Б. Г. Новый англо-русский банковский и экономический словарь. — СПб.: Лимбус Пресс, 2000. — 848 с.
3. Rosenberg J. M. Dictionary of Investing. N. Y., 1993.

4. Геддес Р. IPO и последующие размещения акций. — М.: Олимп-Бизнес, 2007. — 335 с.
5. Постанова НБУ «Про затвердження Положення про порядок створення і державної реєстрації банків, відкриття їх філій, представництв, відділень» від 31.08.2001 № 375.
6. Мальцев О. Организаторские способности // Финансы. — 2005. — № 39(127). — <http://www.finance-journal.ru>.
7. Данилов Ю. А. Создание и развитие инвестиционного банка в России / Акад. нар. хоз-ва при Правительстве РФ. — М.: Дело, 1998. — 351 с.
8. Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ. — М.: Перспектива, 1995.
9. Алексеев В. Л. Слияния и поглощения. — М., 1998.
10. Цховребов Мелс Решение остаться в России после кризиса было сугубо стратегическим. И оно себя оправдало // Слияния и поглощения. — 2006. — № 1—2 (35—36).
11. Семён Доронин Инвестиции нуждаются в сопровождении // Эксперт. — 2000. — № 48.
12. Европин Дмитрий Особенности национальных IPO. — 2007. — http://www.opes.ru/archiv.aspx?ob_no=85802.
13. Ирина Самольская Финансовые посредники нужны экономике для развития // Экономика России: XXI век. — 2002. — № 2(7).
14. www.ubp.com.ua

Стаття надійшла до редакції 25.11.2008 р.

УДК 338.342.4

К. О. Бояринова, канд. екон. наук,
Національний технічний університет України «КПІ»

АЛГОРИТМ ОРГАНІЗАЦІЇ КОНКУРСУ ІННОВАЦІЙНИХ ПРОЕКТІВ НА ДЕРЖАВНОМУ РІВНІ

Запропоновано алгоритм, основні принципи та процес організації конкурсу інноваційних проектів на державному рівні. Розглянуто взаємозв'язок принципів формування і етапів відбору інноваційних проектів на конкурсній основі.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: інноваційний проект, інноваційні комунікації, алгоритм організації конкурсу інноваційних проектів, принципи та етапи організації конкурсу інноваційних проектів.

З огляду на незадовільний стан фінансового забезпечення і недосконалу систему венчурного фінансування стає необхідним пошук можливостей інвестиційного супроводу інноваційних проектів. Здійснити такі заходи сьогодні можливо за умови використання конкурсного підходу. Конкурсна система відбору забезпечить державний контроль за інноваційною діяльністю; обмежить витік за кордон новітніх розробок, які могли б бути стратегічно важливими; надасть можливість розвитку пріоритетної для України інноваційної діяльності, що сприятиме формуванню інноваційної моделі розвитку економіки.

Проблема відбору інноваційних проектів на конкурсній основі знаходиться в центрі уваги вчених-економістів і керівників практиків [1–3]. Однак для ефективної реалізації конкурсного підходу відбору інноваційних проектів необхідно передусім розробити ефективну систему проведення конкурсів, що дозволить мотивувати інноваторів брати участь у конкурсах і сприятиме створенню результативного механізму економічного стимулювання інноваційного розвитку.

Метою статті є розробка алгоритму, основних принципів та процесу організації конкурсу інноваційних проектів на державному рівні.