

Solomka O. M. Economic models of social protection in countries of EU: basic directions of transformation.

The article is devoted to research the models of social protection in the countries of EU. The conclusion about the expedience of using the positive European experience in the building of social protection system in Ukraine is made.

Keywords: *social protection, the continental model, the anglo-saxon model, the scandinavian model, the south european model.*

УДК 330.322.9

*Намонюк В. Є., Кравцова І. В.
Інститут міжнародних відносин
Київського національного університету
імені Тараса Шевченка*

ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ЗДІЙСНЕННЯ ДЕЗІНВЕСТИЦІЙ ТНК У СУЧАСНІЙ СВІТОВІЙ ЕКОНОМІЦІ

У статті розглянуто існуючі теоретичні підходи до аналізу дезінвестицій, а також різні стратегії виходу компанії з іноземних ринків. Особливу увагу приділено дослідженню факторів, які впливають на прийняття транснаціональними корпораціями рішення щодо здійснення дезінвестицій.

Ключові слова: *транснаціональні корпорації, дезінвестиції, дивестиції, спін-офф, спліт-офф, карваут, трекінгові акції, продаж активів.*

В останні декілька десятиліть спостерігаються чіткі тенденції до зростання масштабів світової економіки та посилення глобалізації, збільшення світових обсягів прямих іноземних інвестицій (ПІІ), основою та головною рушійною силою яких є транснаціональні корпорації (ТНК). З початком глобальної фінансової кризи з боку ТНК, які прагнули до оптимізації організаційної структури, значно підвищився інтерес до дезінвестицій як механізму корпоративної реструктуризації. Оскільки вибір правильної стратегії виходу ТНК з іноземного ринку може мінімізувати втрати для материнської компанії, вкрай важливим є теоретичне обґрунтування прийняття рішення про здійснення дезінвестицій.

В останні три десятиліття за кордоном дезінвестиції досліджували Г. Беніто, Г. Беррі, І. Дюхейм, А. Георгіопулос, Р. Гамільтон, Б. Когут, Дж. Лі, Х. Мата, Дж. Пенінгс, П. Португал, С. Томсен, К. Янг та ін. У вітчизняній літературі проблема дезінвестицій розглядалася такими українськими вченими, як Т. В. Балюк, Ю. В. Макогон, О. І. Рогач, С. О. Якубовський, проте переважно в контексті інвестиційної діяльності ТНК або потоків ПІІ. Втім, більшість цих досліджень є досить вузьконаправленими та мають прикладний характер; крім того, немає єдиного підходу до вивчення теоретичних аспектів питання. Тому формування комплексного теоретичного підходу до аналізу дезінвестицій є актуальним.

Мета дослідження – узагальнення існуючих підходів до сутності дезінвестицій і факторів, що на них впливають, і формування комплексного теоретичного підходу до їх аналізу.

За визначенням ЮНКТАД, **дезінвестиції** – це повна або часткова зміна відносин власності в організаційній структурі ТНК як результат стратегічного рішення компанії щодо територіальних масштабів діяльності зі створення доданої вартості (тобто концентрації ресурсів на національному, регіональному та світовому рівнях) або зміни режиму обслуговування в іншій країні (наприклад, щодо продукції, призначеної для експорту та місцевого споживання, або ліцензування), або повний вихід з ринку приймаючої країни [17].

Іноземні фірми можуть залишати місцеві ринки, використовуючи такі **стратегії** [1; 12]: банкрутство та ліквідація; закриття шляхом релокації; дивестиції, тобто продаж підрозділів. У літературі з фінансового обліку неефективна діяльність компанії або її зарубіжного підрозділу досліджується як основна причина **банкрутства та ліквідації** [6]. Водночас у роботах із міжнародного бізнесу (наприклад, [12]) дезінвестиції підрозділів іноземних компаній розглядаються як наслідок банкрутства або примусової ліквідації, при цьому інші мотиви часто ігноруються. **Закриття** зарубіжного підрозділу **шляхом релокації** має місце, коли окремий підрозділ припиняє свою діяльність у певному місці знаходження [13]. Зміна місць розташування ТНК і перебудова глобальної мережі підрозділів задля підвищення прибутковості корпорації та її конкурентоспроможності на світовому ринку є головними мотивами закриття іноземних підприємств (наприклад, [1; 10]).

Дивестиції переважно спричиняють певні кроки із реструктуризації бізнесу ТНК, що виражається у продажі їх зарубіжних підрозділів. Дивестиції часто пов'язані зі зміною власника, оскільки вони призводять до повного або часткового розпродажу корпоративного акціонерного капіталу. Таким чином, фірма, що зазнала дивестицій, продовжує свою діяльність із новим правом власності та новою управлінською структурою [13]. Термін “дивестиції” вживається як загальний термін для позначення будь-якого поділу корпорації шляхом продажу її підрозділів. На практиці існують наступні види дивестицій (табл. 1):

1. **Спін-офф (spin-off)** – це схема дезінвестування, за якою створюється нова компанія внаслідок поділу частини активів існуючої компанії з подальшим пропорційним розподілом акцій нової компанії серед акціонерів компанії, що здійснює дезінвестиції. В результаті акціонери материнської компанії стають власниками акцій новоствореної компанії, але сама материнська компанія вже не бере участі в акціонерному капіталі своєї колишньої дочірньої компанії, оскільки вони стають повністю відокремленими та незалежними одна від одної.

Таблиця 1

Характеристика видів дивестицій

Види дивестицій	Нова форма власності	Право власності на нові акції	ІРО
Спін-офф	Незалежна компанія	Акції розподіляються серед акціонерів компанії, що здійснює дезінвестиції, у якості дивідендів	Ні
Спліт-офф	Незалежна компанія	Акціонери материнської компанії обмінюють свої акції на акції новоствореної компанії за певним коефіцієнтом	Так
Карваут	Дочірня компанія	Нові акції належать власне материнській компанії (а не її акціонерам)	Так
Трекінгові акції	Дочірня компанія залишається у складі материнської	Акції розподіляються серед акціонерів компанії, що здійснює дезінвестиції, у якості дивідендів	Так

Види дивестицій	Нова форма власності	Право власності на нові акції	IPO
Продаж активів	Дочірня компанія переходить у власність третьої особи – покушця	Акції проданої компанії повністю належать покупцю	На розсуд покупця

Джерело: складено авторами за матеріалами [18; 20].

2. **Спліт-офф (split-off)** – схема дезінвестування, яка є аналогічною до спін-оффу за винятком того, що акціонери материнської компанії не отримують акцій дочірньої компанії у вигляді дивідендів, а обмінюють акції материнської компанії на акції дочірньої компанії у певній встановленій пропорції; при цьому дочірня компанія стає окремою компанією зі своєю радою директорів і менеджерами, а її акції обертаються на біржі. Оскільки при спліт-оффі важливу роль відіграє коефіцієнт обміну акцій, цей механізм здійснення дезінвестицій зазвичай у якості першого етапу потребує попереднього проведення карвауту.

3. **Карваут (equity carve-out)** – схема дезінвестування, за якою створюється нова фірма у вигляді відокремленого підрозділу внаслідок поділу певної частини активів існуючої компанії, причому акції нової компанії належать самій материнській компанії, а не її акціонерам. Карваут супроводжується первинним розміщенням акцій підрозділу на фондовому ринку (IPO), внаслідок чого материнська компанія переводить у готівку певну частину своїх інвестицій, знижуючи ризики свого інвестиційного портфелю. Проте, як правило, материнська компанія має мажоритарний контроль над підрозділом навіть після карвауту, за виключенням ситуації, коли материнська компанія повністю продає акції дочірньої компанії третій стороні.

4. **Трекінгові акції (tracking stock)** – це спеціально випущені акції материнської компанії, які представляють собою окремий клас акцій з особливими правами: дивіденди за цими акціями залежать від прибутку того підрозділу, під результати якого вони випущені; права голосу за акціями залежать від оцінки ринком цього підрозділу (можуть бути плаваючими або фіксованими у момент випуску). При цьому дочірня компанія залишається в структурі материнської і не виділяється з неї. Зазвичай, нові емітовані акції розподіляються серед існуючих акціонерів у якості дивідендів, що супроводжується IPO.

5. **Продаж активів (asset sale)** – найпростіша, з точки зору материнської компанії, форма дивестицій, що включає не тільки продаж окремих активів певного бізнесу, але й продаж акцій зарубіжного підрозділу через злиття і поглинання. Продаж активів є цілеспрямованим і швидким способом реструктуризації, в результаті якого відбувається повне від'єднання зарубіжного підрозділу. Проте, на відміну від спін-оффів, спліт-оффів та карваутів, цей вид операцій може мати податкові наслідки, зокрема через необхідність сплати податку з різниці між ціною продажу та балансовою вартістю активів.

В останні три десятиліття явище дезінвестицій досліджувалося в різних теоретичних ракурсах. Особлива увага приділялася питанню про чинники на рівні підрозділу, галузі та країни, які можуть впливати на рішення щодо дезінвестицій. Узагальнюючи дослідження у цій сфері, можна умовно поділити **чинники, які впливають на дезінвестиції**, на внутрішні (особливості фірм та їх зарубіжних підрозділів) та зовнішні (характеристики галузі та ринку країни) (табл. 2). Розглянемо деякі з цих чинників докладніше.

Чинники здійснення дезінвестицій ТНК

Рівень	Чинники, які мають пряму залежність із дезінвестиціями	Чинники, які мають обернену залежність із дезінвестиціями
Рівень зарубіжного підрозділу	<ul style="list-style-type: none"> • Диверсифікованість операцій • Частка акціонерної власності ТНК 	<ul style="list-style-type: none"> • Ефективність діяльності • Невідновлювані витрати компанії • Розмір дочірньої компанії • Термін перебування дочірньої компанії на ринку • Інтегрованість з іншими операціями ТНК
Рівень материнської компанії	<ul style="list-style-type: none"> • Боргові зобов'язання • Диверсифікація продукції • Географічна диверсифікація 	<ul style="list-style-type: none"> • Ефективність діяльності • Досвід на ринку
Рівень галузі/країни	<ul style="list-style-type: none"> • Мінливість середовища • Волатильність валютних курсів • Зростання факторних витрат • Віддаленість від штаб-квартири 	<ul style="list-style-type: none"> • Економічне зростання • Політична стабільність

Джерело: складено авторами за матеріалами [2; 6].

Економічне зростання країни. Рівень розвитку економіки країни, в якій іноземна ТНК здійснює свої операції, є важливою інформацією для прийняття рішень цією компанією. Так, країни, які пропонують сприятливі умови економіки та високі темпи зростання ринку, є більш привабливими для розміщення іноземною ТНК своїх підрозділів [1]. За недостатньої ефективності зарубіжного підрозділу на зростаючому ринку менеджери мають більше стимулів і можливостей зосередити увагу на вирішенні проблем у сфері малоефективних операцій, тому що на ринку створюється новий попит і малоімовірно, що фірмі доведеться зайняти частку ринку інших компаній.

Політична стабільність. Інституційне середовище приймаючої країни впливає не тільки на вибір стратегії іноземною компанією, а й на успішність та ефективність її операцій, тому що уряд та владні структури опосередковано впливають на масштаби діяльності ТНК та її граничну ефективність, а також можуть накладати певні обмеження (зміна державних правил, що стосуються репатріації прибутків, ввізних мит, вітчизняних вимог щодо прав власності та податкової політики) [15]. Чим вищою є політична стабільність, тим менш схильні ТНК здійснювати дезінвестиції з малоефективних підрозділів.

Нестабільність валютних курсів може бути серйозним джерелом невизначеності для ТНК [10]. Ступінь впливу мінливості валютних курсів на рішення про ПІІ та, відповідно, дезінвестиції залежить від невідшкодовуваних витрат фірми, пов'язаних із цими інвестиціями. Емпіричні дослідження показують, що іноземні компанії схильні залишатися у галузях, якщо вони інвестували у матеріальні або нематеріальні активи, які не можна компенсувати у випадку виходу з ринку приймаючої країни [8].

Частка акціонерної власності ТНК може бути важливою передумовою дезінвестицій. У багатьох наукових працях (наприклад, [4]) визнається нестабільність міжнародних спільних підприємств. Через цю значну нестабільність зарубіжні

підрозділи іноземних ТНК, акціонерний капітал яких повністю контролюється материнською компанією, мають більше шансів вижити на ринку, ніж спільні підприємства [13; 16].

Диверсифікація продукції та ризик виходу зарубіжного підрозділу ТНК з ринку приймаючої країни є тісно пов'язаними. Рівень виходу з ринку є вищим для дочірніх компаній, діяльність яких є більш диверсифікованою, у порівнянні з тими компаніями, що залишаються у товарній лінії материнської компанії [12]. Таким чином, відносні обсяги дезінвестицій мають пряму залежність із рівнем диверсифікації продукції фірми [9].

Ступінь "іноземності". У ТНК під час діяльності на іноземних ринках часто виникають специфічні транзакційні витрати, що отримали назву "*тягар іноземності*" [21]. Існує декілька досліджень, які порівнюють виживання національних фірм та компаній з іноземним капіталом [11; 12; 13; 16; 21], але їх результати не є однозначними. Так, наприклад, Д. Кронборг і С. Томсен вважають, що компанії з іноземним капіталом мають вищу імовірність виживання, хоча ця перевага поступово зменшується внаслідок глобалізації [11]. Втім, Дж. Пенінгс стверджує, що розширення великих фірм на національному ринку є більш успішними, ніж на іноземному ринку [16].

Фінансова ефективність. Науковці виділяють такі показники фінансової ефективності фірми, що суттєво впливають на рішення про дезінвестиції, як прибутковість, ліквідність та леверидж. Дослідники доводять, що найважливішим чинником дезінвестицій є низький прибуток, який отримує дочірня компанія [7; 9]. Це узгоджується із висновком І. Дюхейма та Дж. Гранта про те, що філії, з яких здійснюються дезінвестиції, характеризуються невисокою фінансовою потужністю, яка вимірюється за допомогою показника ROE – прибутку на акціонерний капітал [5]. Р. Гамільтон дійшов висновку, що типові дезінвестиції були зумовлені необхідністю компанії перевести непривабливі активи у ліквідну форму, щоб у подальшому використати їх, разом з іншими активами, для повного задоволення потреб ліквідності [7]. Результати досліджень М. Гейнса показують, що обсяг дезінвестицій прямо залежить від рівня заборгованості фірми [9].

Висновки. У загальному вигляді міжнародні дезінвестиції – це повна чи часткова зміна відносин власності в організаційній структурі ТНК як результат стратегічного рішення компанії чи зміни режиму обслуговування в іншій країні або повний вихід з ринку приймаючої країни. Існують такі стратегії здійснення дезінвестицій: банкрутство та ліквідація; закриття шляхом релокації; дивестиції, або продаж підрозділів. У свою чергу, дивестиції мають декілька видів: спін-офф, спліт-офф, карваут, трекінгові акції, продаж активів.

Проведене дослідження показує, що у 1980-х рр. в основному розглядалися чинники, що впливають на здійснення дезінвестицій, на рівні дочірньої компанії, зокрема низька ефективність її роботи. У 1990-х рр. науковці почали робити наголос на чинниках на рівні материнської компанії, наприклад, пов'язаності продукції зарубіжних підрозділів ТНК з їх основним бізнесом. Дослідження початку ХХІ ст. також зосереджують увагу на впливі на рішення фірми щодо дезінвестицій ринкових чинників, які включають характеристики галузі та країни в цілому. На нашу думку, всі вищезазначені чинники дезінвестицій варто розглядати у сукупності, незважаючи на

різновекторність їх впливу на рішення про дезінвестиції та ймовірність дезінвестування, оскільки результируючий ефект від дії одних чинників може посилюватися або послаблюватися дією інших.

Використана література:

1. *Benito G.* Divestment and international business strategy / G. Benito // *Journal of Economic Geography*. – 2005. – No. 5 (2). – P. 235-251.
2. *Berry H.* When Do Firms Divest Foreign Operations? / H. Berry. – Philadelphia, 2010. – 44 p.
3. *Dhanaraj C.* Effect of equity ownership on the survival of international joint ventures / C. Dhanaraj, P. Beamish // *Strategic Management Journal*. – 2004. – No. 25. – P. 295-305.
4. *Duhaime I.* Factors influencing the divestment decision / I. Duhaime, J. Grant // *Strategic Management Journal*. – 1984 (October–December). – P. 301-318.
5. *Georgopoulos A.* Managerial and financial-accounting elements of international divestment : a literature review / A. Georgopoulos, K. Mouratidis // *School of Business and Economics Working Papers*. – 2007. – No. 1. – P. 4-41.
6. *Hamilton R.* Why managers divest – evidence from New Zealand’s largest companies / R. Hamilton, Y. Chow // *Strategic Management Journal*. – 1993. – No. 14. – P. 479-484.
7. *Harrigan K.* Deterrents to divestiture / K. Harrigan // *Academy of Management Journal*. – 1981. – No. 24. – P. 306-323.
8. *Haynes M.* The determinants of corporate divestment: evidence from a panel of UK firms / M. Haynes, S. Thompson, M. Wright // *Journal of Economic Behavior & Organization*. – 2003. – Vol. 52. – P. 147-166.
9. *Kogut B.* Operating flexibility, global manufacturing, and the option value of multinational network / B. Kogut, N. Kulatilaka // *Management Science*. – 1994. – Vol. 40. – P. 123-139.
10. *Kronborg D.* Foreign ownership and long-term survival / D. Kronborg, S. Thomsen // *Copenhagen Business School Working Papers*. – 2006. – No. 60. – P. 1-32.
11. *Li J.* Comparative business failures of foreign-controlled firms in the United States / J. Li, S. Guisinger // *Journal of International Business Studies*. – 1991. – P. 209-224.
12. *Mata J.* Closure and divestiture by foreign entrants: the impact of entry and post-entry strategies / J. Mata, P. Portugal // *Strategic Management Journal*. – 2000. – No. 21. – P. 549-562.
13. *North D.* Institutions, institutional change and economic performance / D. North. – New York : Cambridge University, 1990. – 214 p.
14. *Pennings J.* Organizational learning and diversification / J. Pennings, H. Barkema, S. Douma // *Academy of Management Journal*. – 1994. – No. 37 (3). – P. 608-640.
15. UNCTAD World Investment Report 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://unctad.org/en/Docs/wir2009_en.pdf.
16. *Weaver S.* Strategic Financial Management: Applications of Corporate Finance / S. Weaver, J. Weston. – OH : Thomson, 2007. – 246 p.
17. *Yang K.* Fundamentals of Divestiture as Restructuring Method: Case Study of LG Demergers in Terms of Shareholders Value and Corporate Governance in the Context of Korean Practice / K. Yang. – Massachusetts, 2003. – 146 p.
18. *Zaheer S.* Overcoming the liability of foreignness / S. Zaheer // *Academy of Management Journal*. – 1995. – No. 38 (2). – P. 341-363.

Намонюк В. Е., Кравцова И. В. Теоретические аспекты осуществления дезинвестиций ТНК в современной мировой экономике.

В статье рассмотрены существующие теоретические подходы к анализу дезинвестиций, а также различные стратегии выхода компаний с иностранных рынков. Особое внимание уделено исследованию факторов, влияющих на принятие транснациональными корпорациями решений по осуществлению дезинвестиций.

Ключевые слова: транснациональные корпорации, дезинвестиции, дивестиции, спин-офф, сплит-офф, карваут, трекинговые акции, продажа активов.

Namonyuk V. E., Kravtsova I. V. Theoretical aspects of TNCs divestment in the modern world economy.

The article considers existing theoretical approaches to the analysis of divestment, as well as different strategies of withdrawal from foreign markets. Special attention is given to investigation of the factors affecting decisions made by TNCs to divest.

Keywords: *transnational corporations, disinvestment, divestiture, spin-off, split-off, equity carve-out, tracking stock, asset sale.*

УДК 330.341.1:339.562

*Дука А. П.
Київський національний університет
імені Тараса Шевченка*

ІННОВАЦІЙНИЙ ЕТАП РОЗВИТКУ ТА ПРОБЛЕМА ТЕХНОЛОГІЧНОГО ІМПОРТУ В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ

Проаналізовано проблему впливу технологічного імпорту на формування конкурентоспроможності національної економіки. Здійснено порівняння профілів конкурентоспроможності Швейцарії та України за Індексом глобальної конкурентоспроможності 2013–2014 рр. Досліджено та виявлено основні наслідки впливу технологічного імпорту на динаміку реалізованої інноваційної продукції України у період 2004–2012 рр.

Ключові слова: *технологічний імпорт, конкурентоспроможність, інноваційна продукція, інноваційний етап розвитку.*

Економіка не вперше переживає етап інноваційного розвитку. Нововведення в техніці, зміна технологій, організації виробництва, економічних відносин і методів господарювання, орієнтованих на зростання продуктивності праці та підвищення ступеня задоволення потреб населення, розвиток людини, періодично виникають в суспільному виробництві. Тому в процесі розвитку економіки періодично спостерігаються етапи оновлення. І якщо інноваціям сьогодні у науковій літературі приділяється значна увага, то роль промислової політики у формуванні інноваційної економіки недооцінюється. Однак, промисловість – це та галузь, в якій максимально сконцентровані наукомісткі і високотехнологічні виробництва, що увібрали в себе передові науково-технічні досягнення попередніх періодів.

Сьогодні у конкурентній боротьбі не завжди виграє творець нових знань. Скористатися перевагами спроможний той, хто першим таке нове знання спрямує у площину його практичного та ефективного використання. Тим самим рівень розвитку промисловості як головного споживача техніко-технологічних інновацій визначає місце країни в ієрархії технологічно розвинених держав, і, відповідно, її шанси зберегти свій економічний потенціал у довгостроковій перспективі.

Теоретичні та практичні аспекти дослідження використання нових знань у процесах промислового виробництва розкрито у працях багатьох зарубіжних та вітчизняних науковців. Фундаментальні засади дослідження інноваційних факторів у досягненні економічного прогресу започаткували такі вчені: М. Туган-Барановський, Дж. М. Кейнс, В. Рошер, Й. Шумпетер та інші. Визначенню ролі технологічного