

УДК 339.9

О.І. РОГАЧ,

*доктор економічних наук, професор,
завідувач кафедри
Інституту міжнародних відносин
Київського національного університету
імені Тараса Шевченка*

В.В. МАКЕДОН,

*кандидат економічних наук, доцент
Дніпропетровського університету
імені Альфреда Нобеля*

РЕЗУЛЬТАТИВНІСТЬ І ЕФЕКТИВНІСТЬ УГОД ЗЛИТТІВ ТА ПОГЛИНАНЬ ДЛЯ ТРАНСНАЦІОНАЛЬНИХ КОРПОРАЦІЙ

У статті розглянуто актуальне питання визначення показників результативності та ефективності проведення операцій злиттів та поглинань транснаціональними корпораціями. Обґрунтовано появу ефекту емерджентності та синергії в інтеграційних угодах як для публічних, так і непублічних корпорацій. Визначено головні умови ефективного проведення інтеграційних угод.

Ключові слова: *транснаціональна корпорація, злиття і поглинання, економічна ефективність, управління витратами, синергетичний ефект, акціонери.*

Актуальність. В умовах глобалізації процеси злиттів та поглинань (М&А) Аперетворилися на складне соціально-економічне і політичне явище, що зачіпає інтереси національних економік, тих країн, які виступають як приймаючі країни у відношенні до транснаціональних корпорацій (ТНК). Необхідною умовою ефективного управління цим процесом є формування системи критеріїв і показників ефективності, які відображають інтереси бізнесу і суспільства та забезпечують можливість узгодження інтересів ТНК і приймаючих країн. Раціональні форми взаємодії влади і бізнесу, узгодження їх інтересів забезпечують зростання конкурентних переваг підприємницьких структур системи міжнародного бізнесу. Необхідність узгодження інтересів бізнесу і громадських інтересів пов'язана з тим, що злиття та поглинання як напрям економічного зростання і розвитку окремих господарюючих суб'єктів можуть привести до істотних втрат як окремих міжнародних компаній, так і світової економіки в цілому.

Огляд літератури. Постановка загальної проблеми. Якщо визначити ступінь освоєння проблематики результативності та ефективності реалізації угод злиттів та поглинань в системі економіки ТНК, то до провідних досліджень з цього питання слід віднести наукові роботи таких вчених, як М. Аокі, Д. Бартон, Д. Бішоп, С.Ф. О'борне, К. Вів'єс, Р. Вінс, Т. Галпін, В. Джохадзе, Г. Дінз, Ф. Еванс, М. Єнсен, Ф. Крюгер, К. Майєр, М. Сировер, Д. Соренсен, Р. Шерман.

У той же час слід визнати дуопольність підходів та систем організаційно-економічних показників визначення саме результативності і загальної ефективності злиттів та поглинань, що створює умови для негативного та поверхового ставлення до інтеграційної активності ТНК при оцінці їхнього впливу на розвиток національних економік приймаючих країн.

Мета та завдання. Метою статті є необхідність визначення та обґрунтування системи критеріїв і показників ефективності та результативності операцій

злиттів та поглинань як головного інструмента корпоративного менеджменту на рівні взаємодії міжнародних компаній і приймаючих країн.

Основна частина. Система критеріїв і показників ефективності і результативності угод злиттів та поглинань як інструмента корпоративного регулювання на рівні міжнародних компаній і приймаючих країн призначена для виконання таких функцій:

- розробки системи заходів з державного регулювання ринку M&A;
- обґрунтування ефективності угод на етапах ухвалення рішень, вибору мети і формування плану інтеграції ТНК;
- оцінки результативності інтеграції (характеристик об'єднаної структури);
- порівняльного аналізу результатів окремих угод і формування висновків про їх закономірності;
- оцінки економічності «захисту бізнесу» та ін. [3].

Запропоновану схему формування критеріїв і показників результативності і ефективності злиттів та поглинань для ТНК наведено на рис. 1.

Ефективність інтеграції залежить від можливостей використання додаткових ресурсів для подолання опору інтеграції у невмотивованого менеджменту і частини власників об'єднувальних структур. Опір формується і набуває форми шантажу, якщо менеджмент вважає за можливе отримання внаслідок цього більшого виграшу. Зауважимо, що опір у цьому випадку розглядається як процес, властивий дружнім і недружнім поглинанням.



Рис. 1. Схема формування системи критеріїв і показників суспільної результативності і ефективності угод M&A

Форми опору інтеграції уперше класифіковано в [2]. У [6] цю класифікацію вдосконалено. Спираючись на неї, ми обґрунтували систему заходів протидії опору інтеграції з урахуванням можливостей невмотивованого менеджменту.

ту і власників поглинаючої компанії і компанії власника на різних стадіях процесу (табл. 1).

Таблиця 1

Можливі способи протидії угодам злиттів та поглинань

| Характер заходів щодо боротьби з опором інтеграції | Стадія процесу укладення угоди та інтеграції ТНК | | |
|--|---|--|---|
| | Обговорення проекту поглинання і інтеграції. Мета – протидія обгрунтуванню доцільності інтеграції | Розробка плану. Мета – довести необхідність плану, усунення перешкод до його реалізації | Здійснення угоди і інтеграції. Мета – зниження пасивної і активної протидії |
| Підготовка і проведення угоди | <ul style="list-style-type: none"> – Формування пакету повного контролю (75% і більше); – залучення професійних консультантів; – обгрунтованість злиття (поглинання) як найбільш ефективного способу зростання конкурентних переваг; – обгрунтованість передпроектної підготовки та ін. | <ul style="list-style-type: none"> – Обгрунтованість вибору компанією мети за системою показників ефективності; – мотивація власників і менеджменту компанії-мети; прогноз політики конкурентів у зв'язку з інтеграцією; – ідентифікація, аналіз і управління ризиками; – висока якість аналізу варіантів проведення угоди; – висока якість проведення узгоджень і правового забезпечення угоди | <ul style="list-style-type: none"> – Правове забезпечення і захищеність процесу угоди; – забезпеченість процесу переходу прав власності; – аналіз і обгрунтування глибини інтеграції |
| Нормативно-правове забезпечення процесу інтеграції | <ul style="list-style-type: none"> – Аналіз правових ризиків інтеграції; – обгрунтованість емісії акцій і боргових зобов'язань; – забезпечення кваліфікованої більшості для схвалення проекту; – аналіз правових обмежень інтеграції; – боротьба з «отруйними пігулками» | <ul style="list-style-type: none"> – Управління ризиками; – обгрунтованість проведення процедури «due diligence»; – обгрунтованість процесу утворення (припинення) дії РД (ради директорів); – склад і права РД; – права по укладенню значних угод | <ul style="list-style-type: none"> – Обгрунтованість кадрових призначень; – якість посадових інструкцій; – система нормативного забезпечення контролю якості роботи |
| Організаційні дії (обгрунтованість процедур ухвалення рішень і дотримання інтересів (власників)) | <ul style="list-style-type: none"> – Ідентифікація, аналіз і управління ризиками інтеграції; – інформування власників і менеджерів про інтеграцію, яка готується; – «золоті парашути» та ін.; – мотивація власників і менеджменту | <ul style="list-style-type: none"> – Прогнозування ризиків і формування системи заходів із їх зниження; – використання усіх способів підвищення керованості інтегрованої компанії (вкуп акцій на баланс, зміну складу і вартості активів, перетворення товариства та ін.); – використання ССП для організації роботи для реалізації плану; – формування джерел коштів для поглинання | <ul style="list-style-type: none"> – Своєчасні кадрові рішення; – моніторинг ризиків; – формування резерву коштів на боротьбу з протидією інтеграції; – формування інформаційного забезпечення процесу інтеграції; – своєчасність корекції плану |

Закінчення табл. 1

| Характер заходів щодо боротьби з опором інтеграції | Стадія процесу укладення угоди та інтеграції ТНК | | |
|---|--|--|---|
| | Обговорення проекту поглинання і інтеграції. Мета – протидія обґрунтуванню доцільності інтеграції | Розробка плану. Мета – довести необхідність плану, усунення перешкод до його реалізації | Здійснення угоди і інтеграції. Мета – зниження пасивної і активної протидії |
| Економічні (протидія зниженню ефективності роботи як аргументу неспроможності інтеграції) | – Аналіз і прогнозування конкурентних переваг і фінансових показників компанії для різних варіантів її розвитку; – аналіз і прогнозування ризиків економічної протидії; – економічна ефективність (зростання вартості) як результат інтеграції | – Формування плану управління ризиками протидії інтеграції; – мотивація власників і менеджменту; – «золоті парашути»; – прогнозування стану ринку для інтегрованої компанії | – Моніторинг і оперативне управління ризиками; – регулювання структури капіталу (регулювання активів і зобов'язань) та ін.; – систематичний контроль якості роботи за планом інтеграції |

Загальновизнана концепція оцінки економічної ефективності угод злиттів та поглинань заснована на прирості вартості поглинаючої компанії відносно її базової вартості і витрат на поглинання та інтеграцію. Критерієм результативності такої угоди для поглинаючої компанії є зростання вартості бізнесу порівняно з альтернативним використанням відповідного капіталу, що називається чистою вартістю поглинання (*NAI*).

1. Публічні компанії.

Результативність угод публічних компаній оцінюється на основі показників ринку цінних паперів. Цей підхід здається нам повністю обґрунтованим, оскільки на його основі визначається капіталізація компанії і доходи акціонерів, що є основними характеристиками цілей материнської компанії і бізнесу компанії-мети. Зараз відсутні методологічні підходи, що дозволяють обґрунтувати результативність угод залежно від організаційно-правової форми, системи оплати, стадії інтеграції та інших факторів. У зарубіжній літературі [1; 8] ми знаходимо методи обґрунтування ефективності за апіорі прийнятими критеріями для окремих типів угод. Тому розглянемо спочатку проблему формування критерію ефективності злиття (поглинання) для публічних компаній, а далі – його модифікації для типових угод.

Модифікований нами критерій заснований на неокласичній теорії компанії і полягає в тому, що угода економічно обґрунтована, якщо капіталізація об'єднаної компанії в результаті угоди злиття і поглинання перевищує суму капіталізацій окремих компаній, тобто:

$$Q_{AB} \cdot P_{AB} > Q_A \cdot P_A + Q_B \cdot P_B, \quad (1)$$

де Q – кількість акцій відповідної компанії;
 P – курс акцій.

Суть цього підходу полягає в прийнятті умови про ефективність ринку: інформація про ціни (курси) акцій адекватна реальним результатам компанії. Ця передумова відповідає умові, заснованій на економічній теорії компанії, але при практичній реалізації умови (1) формується необхідність введення додаткових умов і обмежень, які забезпечують інформацією ринок злиттів та поглинань.

1. Критерій, прийнятний для об'єднання публічних компаній при оплаті придбання, здійснюється акціями материнської компанії.

2. Умова, що припускає виключення впливу інших факторів на динаміку курсів, робить неможливою емпіричну перевірку результатів угоди. Тому потрібні певні допущення і методи елімінування впливу інших факторів для певного періоду етапу інтеграції компаній.

3. Умова істотного пріоритету для акціонерів приросту курсів акцій порівняно з дивідендними виплатами. Ця умова не може виконуватися для усіх акціонерів (бути незалежним від загальних доходів акціонерів і розміру пакета, якими вони володіють). Але можна забезпечити його облік введенням як обмеження угод умови зростання (не зниження) загальних доходів акціонерів. Реальне також ігнорування протиріччя, що виникає, якщо зростання капіталізації відповідає цілям власників контрольного і блокуючого пакетів акцій.

4. Умова зростання капіталізацій для акціонерів материнської компанії і компанії-мети, забезпечує зниження рівня опору інтеграції відповідних груп акціонерів. Воно виконується при розрахунку коефіцієнта обміну акцій на основі принципу, запропонованого в 1969 р. Ларсоном і Гонедесом [9].

Виконаємо адаптацію методу Ларсона і Гонедеса до угод злиття і дружнього поглинання публічних компаній, яка полягає у використанні показника прибутку на акцію.

Нехай у результаті злиття або дружнього поглинання публічною компанією «А» публічної компанії «В» утворюється публічна компанія «АВ». Компанії мають визначені на момент оголошення угоди показники чистого прибутку (NPr), прибутку на акцію (EPS), коефіцієнта привабливості (P/E). Показники об'єднаної компанії з урахуванням ефектів синергії і емерджентності будуть дорівнювати:

$$\left. \begin{aligned} NPr_{AB} &= NPr_A + NPr_B + E_{EC\Phi} \\ E_{EC\Phi} &= E_{EC} - E_{OY} \\ Q_{AB} &= Q_A + Q_B \\ EPS_{AB} &= (NPr_A + NPr_B + E_{EM}) / (Q_A + k_{B/A} \cdot Q_B) \\ (P/E)_{AB} &= P_{AB} / NPr_{AB} \end{aligned} \right\}, \quad (2)$$

де $k_{B/A}$ – коефіцієнт обміну акцій компанії «А» на акції компанії «В»;

$E_{EC\Phi}$ – ефект емерджентності і синергії, отриманий при поглинанні погано керованої (що фактично функціонує) компанії «В»;

E_{EC} – ефект емерджентності і синергії приєднання оптимально керованої компанії «В»;

E_{OY} – ефект оптимізації управління компанії «В» у процесі підготовки і здійснення об'єднання.

Ефект оптимізації управління компанією виражається збільшенням грошових потоків за рахунок зниження виробничих втрат, раціоналізації і здешевлення системи управління, оптимізації фінансового важеля та інших дій, що не потребують інвестування. Їх наслідком буде додатковий прибуток і зростання курсу акцій.

З виразів для показників об'єднаної компанії випливає:

$$P_{AB} = (P/E_{AB}) \cdot (NPr_A + NPr_B + E_{EC\Phi}) / (Q_A + k_{B/A} \cdot Q_B). \quad (3)$$

Щоб становище акціонерів компанії «А» після поглинання не погіршало, потрібно, щоб виконувалося співвідношення: $P_{AB} > P_A$, тобто:

$$NPr_{AB} \cdot (P/E)_{AB} > P_A \cdot (Q_A + k_{B/A} \cdot Q_B) \quad (4)$$

чи:

$$NPr_{AB} \cdot (P/E)_{AB} - P_A \cdot Q_A > P_A \cdot k_{B/A} \cdot Q_B. \quad (5)$$

З останнього виразу виходить, що акціонери компанії «А» отримають додаткову капіталізацію, якщо:

$$k_{B/A} < \{NPr_{AB} \cdot (P/E)_{AB} - P_A \cdot Q_A\} / P_A \cdot k_{B/A} \cdot Q_B. \quad (6)$$

Щоб не стало гіршим становище акціонерів компанії «В», потрібне виконання умови $P_{AB} > P_B / k_{B/A}$, або:

$$(P/E)_{AB} \cdot NPr_{AB} / (Q_A + k_{B/A} \cdot Q_B) > P_B / k_{B/A}. \quad (7)$$

Перетворюючи останній вираз, отримуємо:

$$k_{B/A} > P_B \cdot Q_A / (Q_A \cdot P_{AB} - P_B \cdot Q_B). \quad (8)$$

Визначаючи з (3) очікуване досягнення ефекту синергії і елімінування впливу інших факторів курс акцій об'єднаної компанії і плануючи спосіб отримання акцій для оплати поглинання (емісія або скуповування), отримуємо на основі формул (6) та (8) діапазон значень коефіцієнта обміну. Реальне співвідношення визначається умовами переговорів про укладення угоди.

Відмітимо, що цей підхід може бути використаний при повній або частковій оплаті акцій компанії, яка купується у грошовій формі. При цьому ми вважаємо за можливе застосувати як фактор регулювання коефіцієнта обміну усередині діапазону співвідношення повної доходності акцій (включаючи дивідендні виплати і зростання курсової вартості) об'єднаної компанії і доходності альтернативного бізнесу. Якщо очікувана доходність об'єднаної компанії нижче середньої на ринку, то обґрунтованим буде зниження коефіцієнта обміну (наближення його до мінімального граничного значення, який визначається за формулою (8)). Інакше максимізується значення коефіцієнта за формулою (8).

Розглянемо варіант поглинання публічною компанією непублічної. Результатом є приріст чистого прибутку, який дорівнює чистому прибутку компанії-мети і чистого прибутку, ініційованого ефектом синергії ($EC\Phi$).

$$\Delta NPr_{AB} = NPr_B + \Delta E_{C\Phi}, \quad (9)$$

де $\Delta E_{C\Phi}$ – ефект приєднання (поглинання) компанії в стані «статус-кво».

Наслідком зростання чистого прибутку є зростання коефіцієнта привабливості і курсу акцій. Теоретично можна припустити, що:

$$P_{AB} = P_A [1 + (\Delta NPr_B + \Delta E_{C\Phi}) / NPr_A]. \quad (10)$$

Приріст капіталізації за відсутності емісії (при оплаті угоди грошима або викупленими акціями) складе:

$$\Delta C = P_A \cdot Q_A \cdot (NPr_B + \Delta E_{C\Phi}) / NPr_A. \quad (11)$$

Приріст капіталізації включає оплату бізнесу, що купується, і ефект компанії-мети. Максимальна вартість компанії «В» (при її збереженні як самостійної одиниці) визначатиметься приростом капіталізації. Ціна угоди (за відсутності ефекту недооціненості компанії) повинна визначатися на основі співвідношення:

$$P_A \cdot Q_A \cdot (NPr_B + E_{C\Phi}) / NPr_A > C > P_B V_B. \quad (12)$$

2. Непублічні компанії.

Вартість об'єднаної непублічної структури з урахуванням прийнятих вище умов і позначень дорівнюватиме сумі вартості поглинаючої структури (статус-кво) – BPV_A ; вартості оптимально керованої компанії-мети – BPV_{BOY} і ефек-

ту (приросту вартості – ΔBPV_{EC}) за рахунок ефектів емерджентності і синергії об'єднання – E_{EC} за вирахуванням виплат власникам компанії-мети понад фактичну (статус-кво) вартість компанії. Вартість оптимально керованої компанії «В» дорівнює вартості компанії «статус-кво» і приріст вартості (ефекту), викликаного покращанням управління ($\Delta BPV_{OY} = E_{BOY}$):

$$BPV_{AB} = BPV_A(t) + BPV_{B\Phi}(t) + \Delta BPV_{OY}(t) + \Delta BPV_{EC}(t) - E. \quad (13)$$

Оцінка ефективності злиття і поглинання непублічних міжнародних компаній (чи поглинання публічної компанії-мети непублічною компанією при непублічній формі об'єднаної компанії) потребує ідентифікації і прогнозування грошових потоків і ризиків, що визначають вартість бізнесу об'єднаної і поглинаючої компанії. Управління ефективністю полягає в управлінні факторами зміни грошових потоків і ризиків.

Система показників якості обґрунтування і реалізації угод розроблена нами на основі розглянутої нижче сукупності факторів ефективності.

1. Найважливіша вимога організації процесу інтеграції полягає в тому, щоб не погіршити відносини компанії із споживачами (неприпустимість порушення термінів, якості і комплектності поставок), хоча падіння обсягів виробництва і зниження якості на певному проміжку часу, як правило, відбувається.

2. На етапі підготовки угоди найбільш суттєвими є показники вартості об'єднаних і об'єднаної компаній. Завищена ціна компанії-мети формується, як правило, внаслідок переоцінки очікуваного синергетичного ефекту в процесі аналізу бізнесу-мети і недооцінки витрат інтеграції. У результаті дії двох названих вище причин синергетичний ефект може бути повністю переданий власникам бізнесу-мети, хороша мета перетворюється на поганий інвестиційний проєкт. Показниками, що відображають рівень і якість робіт з підготовки угоди, є:

- синергетичний ефект об'єднання;
- математичне очікування і дисперсія вартості бізнесу, материнської компанії, компанії-мети і об'єднаної компанії;
- співвідношення вартості і ціни бізнесу-мети.

3. Обґрунтованість оцінки динаміки ринку і його реакції на виникнення нової компанії впливають на синергію і вартість бізнесу. Зайвий оптимізм у ринкових очікуваннях, що виражається в коефіцієнті зростання виручки компанії в залишковому періоді (g), призводить до значних прорахунків в оцінці синергії. Фактор обґрунтованості ринкових очікувань уявляється вузькою ланкою оцінки економічних результатів, і тому відповідний показник має бути введений в систему показників результативності. Ми вважаємо, що очікуваний темп зростання доцільно прийняти рівним середньозваженому (за виручкою) темпу зростання об'єднаних компаній.

4. На етапі підготовки і укладення угоди рівень її очікуваної ефективності залежить від характеристик, що визначають тиск осіб, які приймають рішення, ініційоване неекономічними факторами, і кваліфікацією зацікавлених осіб (членів ради директорів або виконавчого менеджменту) (оцінка рівня незалежності угоди від впливу зовнішніх сил, включаючи асиметричність інформації, здійснюється експертами). Для забезпечення порівнянності оцінки з попереднім показником приймається єдина шкала оцінки.

5. Ефект масштабу. Необхідно розрізняти кількісні та якісні показники ефекту масштабу.

Основним кількісним показником ефекту масштабу є зростання обсягу продажів у результаті об'єднання бізнесів, не пов'язане з інноваційним розвитком об'єднаної структури, тобто коефіцієнт $k_M = S_{AB} / (S_A + S_B)$. Якісні показники ефекту масштабу інтеграції виражаються його економічними результатами, передусім, зростанням чистого прибутку [4; 11].

Незважаючи на широку популярність і зовнішню простоту визначення ефекту масштабу у вигляді зниження постійних витрат, його прояв в угодах злиття і поглинання досить специфічний і вимагає певного аналізу. Виділяються три підходи до оцінки динаміки довгострокових витрат [7].

Результати злиттів та поглинань, пов'язані зі змінами довгострокових середніх витрат і обсягів виробництва, пропонується класифікувати за чотирма групами:

1. Ефект зниження витрат у виробництві єдиної продукції, яка вироблялася в компаніях «А» і «В». Цей вид ефекту, що виявляється найбільшою мірою при горизонтальному злитті, є аналогом ефекту зростання обсягу виробництва в межах одного бізнесу. Його джерелами є:

- можливості більш ефективного використання трудових ресурсів, завдяки поділу і спеціалізації окремих робіт;
- можливості використання продуктивного спеціалізованого устаткування;
- знижки при закупівлі більшого обсягу матеріалів і комплектуючих та економія на транспортних витратах.

2. Ефект комплексного використання ресурсів (використання і реалізація побічних продуктів), що виявляється переважно при вертикальній інтеграції компаній. Цей вид ефекту також є ефектом збільшення масштабів одного господарюючого суб'єкта.

3. Ефект масштабу, що виявляється не при збільшенні обсягів виробництва на одному підприємстві, а має своєю основою об'єднання бізнесів. Джерела:

- можливості підвищити економічність апарату управління;
- можливості використання загальної мережі дистриб'юторів, проведення більш ефективних маркетингових компаній;
- можливості використання найбільш прогресивних техпроцесів із складу наявних на об'єднаних підприємствах;
- більш сприятливі можливості на ринку капіталу та ін.

4. Перелічені ефекти виявляються не лише внаслідок об'єднання обсягів виробництва об'єднаних структур, але посилюються синергією інтеграції, тобто і появою додаткового приросту обсягу виробництва.

Слід зазначити, що ефект масштабу при злиттях та поглинаннях може бути відсутнім або бути негативним, оскільки динаміка довгострокових середніх витрат на виробництво може мати негативну, позитивну або стабільну динаміку.

Основними факторами негативного ефекту масштабу виробництва ми вважаємо зростання витрат у зв'язку з наростанням проблем координації і контролю виробництва в об'єднаній структурі. Як вже відзначалося, глибина цих проблем і, відповідно, зростання витрат залежать від близькості корпоративних культур об'єднаних бізнесів і якості процесу інтеграції [5, 10].

Введемо такі позначення:

- AVC, AFC, ATC – змінні, постійні і загальні витрати на 1 дол. США виручки компанії, що беруть участь в угодах ($AVC = VC/S, AFC = FC/S, ATC = TC/S$);
- $\Delta AVC, \Delta AFC, \Delta ATC$ – зміни відповідних витрат за рахунок ефекту масштабу ($\Delta ATC = \Delta AFC + \Delta AVC$);
- S – виручка компанії;
- ΔS_C – приріст виручки, обумовлений синергією (у широкому її розумінні) інтеграції. Відповідно, $S_A + S_B + \Delta S_C = S_{AB}$.

Ефект масштабу подамо у вигляді двох значень приросту чистого прибутку ($\Delta NPr_{M1} + (\Delta NPr_{M2})$), що об'єднують виділені вище складові.

Перше значення визначає приріст чистого прибутку поглинаючої структури (ΔNPr_r) внаслідок зниження витрат об'єднаних бізнесів як результату ефекту масштабу:

$$\Delta NPr_{M1} = [\Delta ATC_A \cdot S_A + \Delta ATC_B \cdot S_B](1 - \tau). \quad (14)$$

Очікуване зниження питомих змінних і постійних витрат при горизонтальному злитті (поглинанні) може бути оцінене за кривими навчання і стажу, загальна форма подання яких має вигляд:

$$\Delta ATC(t, \Delta Q) / ATC_0 = e^{-(at + \Delta Q/Q)}. \quad (15)$$

Ця функція є сукупністю кривих навчання, положення яких змінюється залежно від періоду, впродовж якого відбувається наростання обсягу виробництва [10]. Типова крива навчання відповідає зниженню витрат на 20% при подвоєнні обсягів виробництва (рис. 2). При збільшенні періоду виробництва (фактор стажу) в два рази, також знижуються витрати приблизно на 20%.

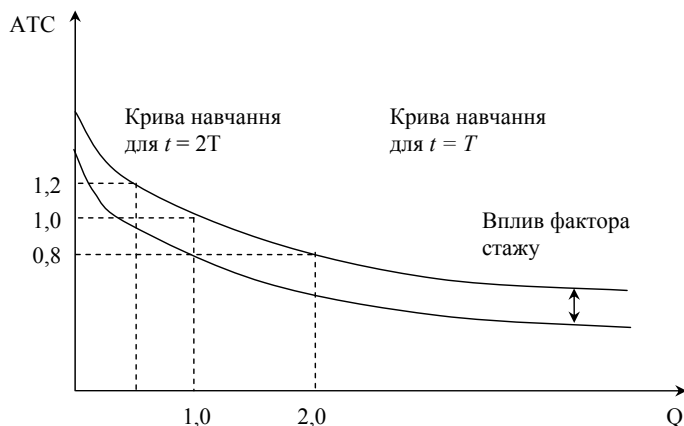


Рис. 2. Вплив ефекту масштабу на витрати

Більш точний розрахунок припускає врахування зміни усіх елементів пропорційних і постійних витрат у результаті прояву ефекту масштабу.

Висновки. Як ми бачимо, ефект синергії ресурсного забезпечення характерний для вертикальної інтеграції ТНК. Додатковий дохід забезпечується зміною витрат на забезпечення ресурсами (облік можливостей їх комплексного використання), підвищенням їх якості і надійністю забезпечення. Таким чином, методологічно обґрунтована і інструментально забезпечена система критеріїв і показників результативності та ефективності злиттів і поглинань, що враховує основні економічні результати для окремих компаній та національних економік приймаючих країн, де здійснюються ці угоди. Проведене дослідження суті і форм організації та здійснена розробка цільових функцій управління можуть забезпечувати можливість формування системи управління результативністю операцій злиттів та поглинань у середовищі транснаціональних компаній.

Список використаної літератури

1. Винс Ральф. Математика управління капиталом. Методы анализа риска для трейдеров и портфельных менеджеров / Ральф Винс. — М.: Альпина Паблицерз, 2011. — 406 с.
2. Галпин Тимоти Дж. Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний: пер. с англ. / Тимоти Дж. Галпин, Марк Хэндон. — М.: Издательский дом «Вильямс», 2005. — 240 с.
3. Динз Грейм. К победе через слияние. Как обратить отраслевую консолидацию себе на пользу / Грейм Динз, Фриц Крюгер, Стефан Зайзель; пер. с англ. — М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004. — 252 с.

4. Джохадзе В.Д. Финансовые аспекты обеспечения стабильности транснациональных корпораций / В.Д. Джохадзе. – М.: «URSS», 2013. – 144 с.
5. Эванс Фрэнк Ч. Оценка компаний при слияниях и поглощениях. Создание стоимости в частных компаниях / Фрэнк Ч. Эванс, Дэвид М. Бишоп. – М.: Альпина Паблишерз, 2009. – 336 с.
6. Aoki M. Corporations in Evolving Diversity: Cognition, Governance and Institutions / M. Aoki. – Oxford University Press, 2010. – 256 p.
7. Barton David M. The Price and Profit Effects of Horizontal Merger: A Case Study / David M. Barton, Roger Sherman // Journal of Industrial Economics . – Vol. 33:2. – 2004. – P. 165–177.
8. Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers / M. Jensen // American Economic Review. – 2006. – № 7 6. – P. 323–329.
9. Mayer C. Banking, financial intermediation, and corporate finance / C. Mayer, X. Vivies // Thomson Financial Securities. – Cambridge. – 2001. – 164 p.
10. Sirower Mark L. The Measurement of Post-Acquisition Performance: Toward a Value-Based Benchmarking Methodology / Mark L. Sirower, Stephen F. O’Byrne // Journal of Applied Corporate Finance. – 2008. – Vol. 11:2. – P. 107–121.
11. Sorensen Donald E. Characteristics of Merging Firms / Donald E. Sorensen // Journal of Economics and Business. – 2008. – № 52. – P. 423–433.

В статье рассмотрен актуальный вопрос определения показателей результативности и эффективности проведения операций слияний и поглощений транснациональными корпорациями. Обосновано появление эффекта эмерджентности и синергии в интеграционных соглашениях как для публичных, так и непубличных корпораций. Определены главные условия эффективного проведения интеграционных соглашений.

Ключевые слова: транснациональная корпорация, слияние и поглощение, экономическая эффективность, управление затратами, синергетический эффект, акционеры.

The actual problem of efficiency indexes of carrying out the mergers and acquisitions transactions by transnational corporations determining is examined in the article. The effect of emergence of synergy in integration agreements as for public corporations (Joint-Stock Corporations or JSC), Closed Joint-Stock Corporations (CJSC) and for Limited Liability Companies (Ltd.) is substantiated in the article. The main conditions of effective carrying out the integration transactions are determined in the article.

Kew words: transnational corporation (TNC), mergers and acquisitions (M&A), economic efficiency, cost management, synergetic effect, stockholders.

Одержано 21.01.2013.