

МОТИВАЦИЯТА КАТО НЕРАЗДЕЛНА ЧАСТ ОТ СЛИВАНИЯТА
И ПОГЛЪЩАНИЯТА

Виржиния Иванова

Сливанията и поглъщанията са често предпочитан подход на компаниите за излизане и трайно настаняване на чужд пазар. Те се използват често за външен и вътрешен стратегически растеж на организациите. Това показва, че сливанията и поглъщанията се предприемат поради различни мотиви и фактори от компаниите, извършващи такъв тип сделки.

В международната теория и практика като основен мотив се извежда възникването на *синергичен ефект* в резултат на сливане или поглъщане на компании¹.

Синергията (от гръцки *synergeia* – сътрудничество, съдружие) може да се определи като съвместна дейност на два или повече обекта, в резултат на която се създава допълнителен ефект/резултат от тяхното взаимодействие, който е допълнение към резултата, получен от дейността на обектите поотделно. В рамките на класическата синергична теория на пазара на корпоративен контрол синергия възниква във вид на допълнителна стойност за интегрираните участници в сливането или поглъщането (стойността на обединяващите се участници е по-голяма от стойността им поотделно).

Стойността на **AB** > Стойността **A** + Стойността **B**, или по друг начин интерпретирано **1+1>2**. Причината за това са използваните от интегрираните участници широк спектър от преимущества, възникващи в резултат на интеграцията след сливане или поглъщане (придобиването на опит и технологии, понижаване на разходите и т.н.)².

В рамките на *синергичната теория* като мотиви се открояват и повишаването на стойността на участниците в процеса на сливания и поглъщания за сметка на по-ефективно управление и премахване на дублиращи се функции (като следствие се наблюдава понижаване на разходите), както и окрупняване на участниците, водещо до намаляване на разходите, привличане на допълнителни ресурси за инвестиции и повишаване на капитализацията на организацията³.

Mergers and acquisitions are often the preferred approach for companies to exit and permanent placement in a foreign market. They are often used for external and internal strategic growth of organizations. This suggests that mergers and acquisitions are taken for various reasons and factors the companies operating such type of transactions.

Във всяка компания и стоящите зад нея собственици има изградена мисия и стратегия за развитие, или с други думи казано, има определена цел и способности за нейното постигане. Интеграцията е форма за реализация на стратегиите и вземането на решение за нейното извършване трябва да бъде обосновано.

В рамките на общата синергична теория се дава възможност да се направи групировка на отделните мотиви за интегриране на фирмената дейност в следствие на сливане или поглъщане като: *операционни, финансови, инвестиционни и стратегически*. На първо място трябва да се отчитат мотивите, отнасящи се към текущата, операционна дейност на компанията (производство, реализация на стоката), а именно *финансовите мотиви*. Те се открояват при формирането на финансовия ресурс на компанията, източниците на финансиране, изчисляване на задълженията и т.н. Мотивите, свързани с инвестиционната дейност на компанията, ще бъдат включени в *инвестиционната група*. В рамките на *стратегическите* мотиви се отчитат такива направления като повишаване ефективността на фирменото управление, изследване на пазара, взаимоотношенията с партньорите/конкурентите и т.н.

Може да се отбележи, че изведените групи и произлизащите от тях отделни мотиви са взаимосвързани с други елементи.

Операционни мотиви

В тази група, на първо място, се причисляват мотиви като *икономии от дейността на компанията*⁴. Участниците в процесите по сливания и

¹ Ван Хорн, Д. К. Цит. съч., с. 667; Брейли, Р., С. Майерс. Цит. съч., с. 380.

² Bradley, M., A. Desai, E. Kim. Synergetic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. // Journal of Financial Economics, 1988, №21, p. 3–40.

³ Зусманович, К. А. Цит. съч., с. 1–2.

⁴ Брейли, Р., С. Майерс. Цит. съч., 243; Владимирова, И. Г. Цит. съч., с. 33–36; Иванов, Ю. В. Цит. съч., с. 28; Зусманович, К. А. Цит. съч., с. 1–2.

поглъщания имат обособени сложни функционални подразделения като счетоводно, финансово, маркетингово, рекламно, изследователско и пласментно. Дублиращите се функции могат да бъдат избегнати, като се изгради общ център за управление на оптималната дейност, което ще доведе до значително понижаване на вътрешнофирмените разходи. Колкото е по-висок дялът на постоянните разходи на участниците в интеграцията, толкова по-добър положителен ефект може да бъде получен. Но тук е необходимо да се отчете, че постоянните разходи могат да се изменят скокообразно в зависимост от ръста на обема на производството.

На следващо място могат да бъдат поставени мотиви като *икономии от извършени интеграции*. Такава възможност възниква при *хоризонтална и вертикална интеграция*. *Хоризонталната интеграция* води до понижаване на част от производствените разходи и вследствие на обединението има възможност за премахване на дублиращи се производствени функции. *Вертикалната интеграция*, от друга страна, се характеризира с понижаване на транзакционните разходи и повишаване на ефективността на общия технологичен процес.

Друг от вариантите на разглежданите мотиви е нарастването на ресурсите и присъствието на пазара, водещи до ръст на пазарния дял и/или понижаване на конкуренцията. Участниците в интеграцията след сливане или поглъщане се стремят да увеличат своя дял в обема на продажбите на съответния бранш, както и да повишат своята маркетингова инфраструктура (пласментна мрежа), което допълва техните силни страни. На такива сегментирани пазари, на които участниците се конкурират помежду си, се появява възможност за провеждането на по-ефективна ценова политика.

Не на последно място към тази група мотиви може да се изведе разделянето и комбинирането на *взаимодопълващите се ресурси* при интеграцията след сливане или поглъщане⁵. Извършването на интеграцията в този случай се обяснява с наличието на допълващи се ресурси между участниците, допринасящи до откритието на нови възможности и перспективи. Получената икономия е не само от стойността на тези ресурси, но и от времето и допълнителните разходи, необходими за тяхното получаване. Някои участници в сделката са в състояние да създадат необходимите елементи за съществуването и конкурентоспособността на своите компании, но нерядко по-ефективен способ е интеграцията с други компании. Сред взаимодопълващите се ресурси могат да се открият продукцията (разширяване на асортимента), финансови и административни ресурси, инвестиционни възможности и технологии, научноизследователските разработки и икономическите ефекти от тяхното

съвместяване/придобиване.

Финансови мотиви

Достатъчно често *мобилизацията на финансовите ресурси* се откроява като основна причина за сливания и поглъщания в условията на дефицит на мобилни активи (парични средства, запаси, материални активи и готова продукция) и ликвидност на участниците в сделката.

Друг финансов мотив е възможността за *използване на икономическия ресурс* на участниците. Това е ситуация, при която компанията генерира значителен обем средства, но поради спецификата на своите дейности или възникването на непредвидими икономически ситуации тя не може да ги използва. В желанието си да придобият свободни парични потоци при съществуващите условия участниците могат да пристъпят към сливане, поглъщане и други форми на фирмена интеграция.

В допълнение на мотивите за сливания и поглъщания, и в частност на финансовите, следва да се посочи получаването на *икономии от данъчни плащания* за участниците⁶. Този мотив може да бъде разделен на два съществени елемента – *данъчни отстъпки* и *понижаване на данъчната база*. В първия случай става дума за възможността да се използват данъчни отстъпки за компании с определени производства, описани в данъчните закони на държавите. *Понижаването на данъчната база* отчита използването на повече амортизационни отчисления или значително намаляване на данъчната база за минала година.

Немаловажен стимул за провеждането на сливане или поглъщане е *намаляването на разходите по финансиране* на този процес⁷. Неговата същност се заключава в това, че стойността на привлечения капитал за всеки от участниците поотделно, като правило, е висока и може да обезпечи привлечения капитал за финансирането на процеса по сливане или поглъщане. В резултат на риска за кредиторите, и като следствие, техните изисквания за стойността се понижават.

Инвестиционни мотиви

В тази група следва да се отнесат такива мотиви като *придобиването на активи*. Този мотив, на свой ред, може да се подраздели на придобиване на имущество, нематериални активи⁸, права на контрол, участия в търговски проекти.

При придобиването на *права върху контрола* над други участници в процеса на сливане или поглъщане се обръща внимание не толкова на дела на акциите в собствеността колкото на инструментът, довел до това придобиване (например наличието на задължения от страна на участниците).

⁶ Рудък, Н. Б., Е. В. Семенкова. Рынок корпоративного контроля: слияния как способ увеличения стоимости компании. // Финансист, № 7, 2000, с. 32–33.

⁷ Ван Хорн, Д. К. Цит. съч., с. 482.

⁸ Заедно с лицензи и търговски марки могат да се отчитат и арендните права на имуществото.

⁵ Брейли, Р., С. Майерс. Цит. съч., с. 243; Владимирова, И. Г. Цит. съч., с. 33–36.

В продължение на разглежданите по-горе мотиви можем да отнесем и *придобиване на управляваща компания*, т.е. придобиване на съставни части от корпоративния контрол, бизнес контролът. При интеграцията след сливане или поглъщане е възможно *освобождаването на дублиращи се активи и тяхната последваща реализация*. Този вид интеграция произлиза от по-нататъшната разпродажба на активи, при която е възможна последваща икономия от данъци на имущество, земя и др., което отново показва взаимосвързаността на мотивите водещи до извършването на различните форми на интеграция.

В качеството на продължение на разглежданите съставни части, описващи горепосочените мотиви, се открояват и такива като *спекулация и интеграция с компании, намиращи се в тежко икономическо положение*. Нерядко сливанията и поглъщанията са с цел последващ дезинтеграционен процес (последваща продажба на компанията на части). *Спекулативният мотив* е възможен при преобладаването на ликвидационната стойност, несъблюдаване на законовите норми (нарушаване интересите на кредиторите, изключване на активи и т.н.).

Стратегическите мотиви

Основополагащ при тези мотиви е стремежът на собствениците към подобряване на *координацията на бизнес процесите* и повишаване *ефективността на управление* след сливане или поглъщане⁹. Практиката показва, че винаги съществуват участници, които имат възможност да намалят разходите и да повишат финансовия резултат, реорганизирайки управленския си апарат, вътрешния бизнес процес, повишават професионалното ниво на сътрудниците и т.н.

Подобни проблеми могат да бъдат решени и чрез *придобиването на мениджмънт*¹⁰. Това се базира на стремежа да се получат мениджърски услуги или целият набор от действия, показващи тяхната компетентност при управлението на определен тип компании и в определени ситуации.

Следващата подгрупа мотиви, решаващи стратегически въпроси, свързани с *клиентската база*. Клиентите в определена степен могат да се разглеждат като нематериални активи на компанията, които могат, макар и с голяма доза субективизъм, да бъдат оценени. Редица компании отчитат възможността за разширение на клиентската си база, използвайки сливанията и поглъщанията особено в ситуации на забавено развитие или опасност от загуба на пазари.

На следващ етап осигурената клиентска база трябва да бъде съхранена. Сливанията и поглъщанията са възможност за удовлетворяване изисква-

нията на клиентите и то с помощта на географска интеграция в региони, на които клиентите са заинтересовани и имат сходни интереси (например придобиване на регионален филиал на основата на интеграция с местна банка/фирма). В тази подгрупа приложение намира и мотив като *навлизане на нови географски пазари*.

Подобни въпроси могат да бъдат решавани чрез *премахване/натиск върху конкурентите*, използвайки придобиването на права на контрол над тях. Този мотив е повече характерен за недружествените (враждебни) сливания и поглъщания, особено ако става въпрос за придобиване на несъгласуван контрол и стремеж към последваща ликвидация на придобитата компания.

При разглеждането на стратегическите мотиви е необходимо да се обърне внимание и на мотиви като *икономия на научноизследователски разработки и използване на временно свободните ресурси*. Сливанията и поглъщанията са една от формите на *венчърно (venture), рисково инвестиране*, същността на което се свежда до използването на дългосрочни инвестиции с относително висока степен на риск, но с очаквана висока печалба. Този вид инвестиране е ориентирано към практическото използване на технологичните новости, резултатите от научните постижения и т.н. Венчърният бизнес е основна дейност за някои от участниците на пазара на корпоративен контрол. Осъществяването на такива инвестиции и участието в рискови предприемачески проекти е възможност за навлизане и настаняване на чужд пазар. Друга възможност е интегрирането с участници, притежаващи широка известност, репутация, история, признание и т.н. на дадения пазар. Такова партньорство е изгодено както за инициатора, от гледна точка на излизането на ново ниво на бизнес, така и за "авторитетния" партньор, в качеството на придобиване на технологии, опит, ноу-хау и др.

Обособените четири групи мотиви могат да бъдат разделени и на друг принцип. Различните фактори, оказващи въздействие върху интегриращите се участници, водят до класифицирането на мотивите като *външни* и *вътрешни*. В своята по-голяма част разглежданите мотиви могат да бъдат причислени към вътрешните, а такива като съблюдаването на законовите норми и измененията в данъчните правила носят външен характер.

Наред с гореизброените мотиви съществуват теории, които имат в определена степен обратното действие на синергичната теория, а именно *теорията за агентските разходи* и *теорията за самоувереността*.

Теорията за агентските разходи описва конфликта на интереси между собствениците и наетите мениджъри при осъществяването на сливания и поглъщания, бизнес контрола и т.н. Тук възниква въпросът за икономическата обосновка на

⁹ Владимирова, И. Г. Цит. съч., с. 33–36; Зусманович, К. А. Цит. съч., с. 1.

¹⁰ Иванов, Ю. В. Цит. съч., с. 43.

мотивите и отчитането на възможните разходи при вземането на решение за интеграция от изпълнителните органи (мениджърите).

Концепцията на Дженсена – Меклинга (родоначалниците на теорията за агентските разходи) обяснява, че управленският персонал се стреми да максимизира не стойността на компанията (и благосъстоянието на собствениците), а паричните потоци, с които те могат свободно да се разпоредят¹¹. Собствениците имат свои интереси, които могат да съвпадат, но могат и да не съвпадат с интересите на мениджърите¹². Причината за противоречията и различията между тях се свежда до общия стремеж за максимална доходност при минимален риск. Мениджърите в качеството на увеличаване на доходността разглеждат работната заплата и бонусите, а намаляването на риска (например уволнението на работници) свързват със съответствието на бизнеса и собствените им компетенции, ръста на компанията, запазване източниците на финансиране, в това число и чрез участието си в операциите на пазара на корпоративен контрол. За собствениците под увеличение на доходността се разбира ръст на получаваните дивиденди и ръст на пазарната стойност на собствеността. Понижаването на риска от неполучаване на дохода се осъществява, ползвайки въздействие върху мениджмънта чрез съвета на директорите с цел максимизация на дивидентите и пазарната цена на акциите.

Интеграционният процес чрез сливания и поглъщания може да бъде разглеждан като противоположност на плащанията за собствениците. Но едно е, когато интеграцията е ефективен инвестиционен проект, а съвсем друго, когато става въпрос за действително пренебрегване интересите на собствениците. Понякога неефективната работа на мениджърите може да създаде мотив за провеждане на сливания и поглъщания с цел повишаване на ефективността на управление.

Теория на самоувереността (hubris theory)¹³. Тази теория се разглежда, като обяснение за поведението на мениджърите¹⁴. Основен момент в нея е съмнението в точността на субективната оценка, която дават мениджърите за бъдещия доход след сливане или поглъщаната, както и за пазарната стойност на участниците в този процес.

Сливанията и поглъщанията са подложени на риск от ирационално поведение на участниците, основано на *увереността* в адекватните и точни оценки за икономическата целесъобразност от тяхното провеждане.

Наред с предложените фактори на риск в двете теории могат да се изведат *специфични частни мотиви*, които да допълнят въпросите и противоречията на мотивационния процес. Тези мотиви могат да имат както положителен, така и отрицателен ефект. Отчитайки риска от неадекватните икономически предложения (самоувереността) и интересите на мениджърите, е необходимо да се обърне внимание и на това, че интеграционният процес чрез сливане или поглъщане не се явява единственото решение на такива задачи като повишаване нивото на управление, понижаване на разходите, ръст на капитализацията, и накрая, положително влияние на благосъстоянието на собствениците. Процесът е нужно да бъде разглеждан като един от елементите при разработването на общите фирмени стратегии.

Друг специфичен мотив е *понижаване на разходите за финансиране и диверсификация*. Интегрирайки се, участниците приемат задълженията си, следователно трябва да се сравнят бъдещият доход, който ще се придобие, и миналите задължения. Оттук може да се каже, че е възможно да се получи скокообразно изменение на постоянните разходи при изменение на мащаба на бизнеса. На свой ред ориентирането на интеграцията, като възможност за диверсификация, трябва да отчита и способността на акционерите да я осъществяват самостоятелно, без да засягат своите компании. Но неразвитостта на дадения пазар и/или на организационно-правната форма могат да се окажат пречка при осъществяването на диверсификация на техните ресурси.

Друг специфичен мотив за извършването на фирмена интеграция е *намаляването на административните разходи*. По хода на самия процес участниците могат да продължат дълго време да функционират като съвкупност от отделни подразделения, имащи различни производствени инфраструктури, изследователски и маркетингови подразделения. С други думи казано, интеграционният процес, било то чрез извършването сливания и поглъщания или други варианти, се нуждае от повече време и ресурси, за да бъде успешно завършен.

От направения анализ на мотивите за сливания и поглъщания може да се обопи, че те са разнообразни, както с положителна, така и с отрицателна насоченост за обединяващите се организации. Но те винаги трябва да бъдат прецизно обмислени и извеждани във фирмените общи стратегии на бизнес. Това ще доведе до наличието на повече положителни ефекти за компаниите, предприемащи сливания и поглъщания.

Адрес за контакти

Ас. д-р Виржиния Живкова Иванова
ВСУ „Черноризец Храбър”

Катедра „Международна икономика и политика”

¹¹ Jensen, M., W. Meckling. Theory of the firm: managing behavior, agency cost and ownership structure. // Journal of Financial economics № 3, 1976, pp. 305–60.

¹² Рудык, Н. Б., Е. В. Семенкова. Цит. съч., с. 51.

¹³ Roll, R. The hubris hypothesis of corporate takeover. // Journal of business, vol. 59, № 2, 1986, p. 197–216.

¹⁴ Рудык, Н. Б., Е. В. Семенкова. Цит. съч., с. 56.