

# ЕФЕКТИ ОТ СДЕЛКИТЕ НА СЛИВАНИЯ И ПОГЛЪЩАНИЯ

Доц. д-р **Виржиния Иванова**<sup>1</sup>  
Д-р **Лора Пейчева**<sup>2</sup>

**Резюме:** През последното десетилетие на XX век и началото на XXI век се наблюдават изменения и реструктурирания в различните отрасли на икономиката, отделните пазари, международния бизнес и междуфирмени сътрудничества. Процеси като глобализация и интернационализация се смятат за едни от водещите фактори за въздействие върху развитието на отделните икономики, отрасли и опериращите на пазара организации – фирми, банки и други. Наблюдава се в глобален план, че се извършват мащабни корпоративни сделки, което води до развитие на самите пазари. Международният бизнес придобива нови измерения, влияещи се от различните икономически, социални, политически и други фактори. Едни от най-разпространените варианти за растеж, излизане на външен пазар, постигане на конкурентоспособност, диверсификация, синергия и други на бизнеса, са сделките на сливания и поглъщания. Ефектите от тези сделки ще бъдат обект на анализ в доклада.

**Ключови думи:** сливания, поглъщания, ефекти от сделките, синергични ефекти, рентабилност, синергия, международни сделки

**JEL:** F23

**DOI:**

## THE EFFECTS OF MERGERS AND ACQUISITIONS TRANSACTIONS

**Assoc. Prof. Virginia Ivanova, PhD**  
**Lora Peycheva, PhD**

**Abstract:** During the last decade of the 20th century and the beginning of the 21st century, changes and restructuring were observed in the various branches of the economy, individual markets, international business and inter-company collaborations. Processes such as globalization and internationalization are considered to be one of the leading factors influencing the development of individual economies, industries and organizations operating in the market - companies, banks and others. It is observed globally that large-scale corporate deals are taking place, which leads to the development of the markets themselves. International business acquires new dimensions influenced by various economic, social, political and other factors. One of the most common options for business growth, entering a foreign market, achieving competitiveness, diversification, synergy and others are mergers and acquisitions. The effects of these transactions will be analyzed in the report.

**Key words:** mergers, acquisitions, transaction effects, synergistic effects, profitability, synergy, international transactions

**JEL:** F23

**DOI:**

---

<sup>1</sup> virginia.ivanova@vfu.bg, Варненски свободен университет „Черноризец Храбър“ – Варна, България

<sup>2</sup> lorsan@abv.bg, Wien Energie GmbH, Виена, Австрия

## 1. Въведение

Процесът на развитие на сделките по сливания и поглъщания се превръща в стратегически определящ механизъм за обединяване и растеж на организациите като компании и банки, в т.ч. сливанията и придобиванията могат да се разглеждат като форма на инвестиция (Чиприянова Г. , 2020).

Силен ускорител на този процес са и интернационализацията и глобализацията в световен план. Характерно за сделките по сливания и поглъщания е, че се извършват във всички браншове на икономиката, имат вълнообразен темп на развитие, продиктуван от различни фактори и събития,<sup>1</sup> осъществяват се по ясно оформена технология на преминаване на сделката и не на последно място, продиктувани са от множество мотиви и ефекти от реализирането им.

Стимул за развитието на интеграцията, а от там и на сделките по сливания и поглъщания са и перспективите в развитието на застрахователния пазар, либерализацията на вътрешния банков сектор, както и възможността за използване на данъчни облекчения. Съвременното развитие на икономиката активно насърчава банковата дейност за постигане на цялостен икономически растеж на страната. (Чиприянов, 2019, vol. 12) През последните десетилетия с развитието на информационните технологии и интернет, които доведоха до развитието на тъй наречената „нова икономика“, нарастваха и инвестициите в иновации, имащи потенциал за висока доходност (Грозева, Н.,).

## 2. Ефекти от сделките на сливания и поглъщания

В международната бизнес практика се разграничават различни ефекти от сделките за сливания и поглъщания. Тези ефекти са обект на непрекъснати анализи и оценки, защото се променят и влияят от различни фактори. В следващото изложение ще бъдат представени и анализирани различни обосновки и виждания на автори за видовете ефекти от сделките на сливания и поглъщания.

Данаил Данаилов извежда някои от важните ефекти получавани от сделките на сливания и поглъщания в лицето на синергични ефекти и данъчни ефекти (Данаилов, Д., 2002). Синергичните ефекти мога да бъдат подразделени на вертикални и хоризонтални. Вертикалните синергични ефекти от сделките на сливания и поглъщания включват:

- намаляване на транзакционните разходи;
- сигурност на доставките в бизнеса;
- подобряване качеството на входящата продукция;
- увеличаване на бариерите на навлизане на нови фирми на пазара.

Хоризонталните синергични ефекти от сделките на сливания и поглъщания включват два подвида – финансова и оперативна синергия.

---

<sup>1</sup> Относно влиянието на бизнес кризите върху процеса вж. друго изследване: (Чиприянова & Чиприянов, 2014, бр. 1)

Към ефектите от финансова синергия на сделките по сливания и поглъщания могат да бъдат отнесени следните:

- избор на конкурентни инвестиционни проекти;
- оптимизиране на капиталите и инвестиционните разходи;
- реструктуриране на инвестиционната стратегия на организацията и др.

Към ефектите от оперативна синергия на сделките по сливания и поглъщания могат да бъдат отнесени следните:

- икономии от мащаба на производството;
- специализация на производството;
- подобряване на технологичната база;
- намаляване на персонала;
- подобряване на пласментната мрежа;
- имидж ефект от сделката;
- съвместни маркетингови проучвания и реклама;
- получаване на патенти, авторски права, технологичен опит, ноу-хау и др.

Собствениците и мениджърите на компании, осъществяващи сделки на сливания и поглъщания силно се интересуват и получаваните данъчни ефекти от сделката. Тези ефекти могат да бъдат:

- запазване на свободни капитали за сметка на данъци, ако се сливат печеливша и губеща компания;
- наличие на преференции, ако кампаниите се сливат в холдингови структури;
- експортни преференции, когато след сливане или поглъщане нараства експортната насоченост на фирмената дейност и др.

P.Dodd и R.Rubak стигат до извода, че през месеца на обявяване на сделката за сливане или поглъщане акционерите на целевата компания печелят големи и значителни необичайни доходи от 20,58% (P.Dodd, R.Rubak, 1977). За акционерите на придобиващата фирма е открита по-ниска, но и положителна възвръщаемост от 2,83%. R. Franks и R. Harris извеждат в свое проучване, че тези компании получават нулева възвръщаемост или генерират само скромна печалба (R. Franks, R. Harris, 1989). В проучване на J. Netter, P. Stegemoller и B.Wintoki тенденцията на възвръщаемост е подчертана (J. Netter, P. Stegemoller и B.Wintoki, 2011). Те стигат до заключението, че придобиващите фирми получават голяма възвръщаемост от 1,1%, докато целевите фирми получават голяма възвръщаемост от 20,4%. За да се обясни тази тенденция, могат да бъдат открити различни причини. G. Andrade и et al. извеждат, че сливанията и поглъщанията не винаги се изпълняват с основателни причини. Например, изграждането на „империя“ от мениджърите може да благоприятства сливане, което не винаги е от полза за акционерите на придобиващата компания (G. Andrade и et al., 2001). Друга причина може да бъде присъствието на конкурентни оференти, което води до по-високи

цени за поглъщане. Други възможни обяснения, посочени от В. Moeller и Р. Schlingemann, са атмосферата на сделката, а именно приятелските поглъщания водят до по-добри резултати от враждебните поглъщания, както и размера на придобиващата компания, а именно, колкото по-голяма е придобиващата компания, толкова по-добри са резултатите на придобиващия (В. Moeller и Р. Schlingemann, 2004).

Ефектите на сливания и поглъщания също могат да бъдат изследвани по отраслов принцип. Това е логично, защото тези сделки могат да имат различни ефекти в различните индустрии. Например, изследване на R. DeYoung, D. Evanoff и Р. Molyneux, които проследяват развитието на теориите по сливания и поглъщания във финансовата сфера за периода след 2000 г. заключават, че сливанията на банки подобряват ефективността, докато в литературата не се установяват убедителни доказателства за положителни ефекти върху богатството на акционерите (R. DeYoung, D. Evanoff, Р. Molyneux, 2009). Този резултат мотивира изследователите да намерят други обяснения за подобряване на ефективността от този тип сделки. Авторите DeYoung et al. след преглед на повече от 150 проучвания за периода след 2000 г. стигат до заключението, че сливанията на банки в САЩ водят до общо подобряване на ефективността и не толкова на богатството на акционерите. В противоречие с този резултат, за банковите сделки в ЕС те не намират ясен консенсус, който показва както повишаване на ефективността, така и подобряване на стойността на акционерите. Общите констатации в изследването на DeYoung et al. показват, че сделките във финансовия сектор имат положителен ефект върху представянето на организацията, но те също така предупреждават за потенциалното отрицателно въздействие върху цените за потребителите, наличността на кредити и ефекта на пазарната мощ.

За фармацевтично-биотехнологичната индустрия изследователи като М. Danzon, А. Epstein и S. Nicholson установяват, че сливанията в тази индустрия се предприемат най-вече като решение за обръщане на тенденцията за загуби. Въпреки това, те не откриват доказателства, че сливанията създават положителни дългосрочни стойности, което предполага, че сливанията и поглъщанията не водят до икономии на разходи и икономия от мащаба в тази индустрия (М. Danzon, А. Epstein, S. Nicholson, 2007).

Проучване на сливания и поглъщания в различни индустрии в Индия илюстрира влиянието, което дадена индустрия може да окаже върху тези сделки. Това проучване установява положително въздействие върху рентабилността на банковата и финансовата индустрия, но отрицателно въздействие за фирмите във фармацевтиката, текстилната, химическа и агро индустрия (Martynova, M., Renneboog, L., 2008).

Други автори като D. King et al. използват метод на мета-анализ за оценка на въздействието на сливанията и поглъщанията, като използват констатациите от публикувани изследвания за производителността след сделката. Тяхното проучване разкрива, че сливането и поглъщането не водят до

повишаване на финансовите резултати. Освен това те показват, че сливанията и поглъщанията имат умерено неблагоприятен ефект върху дългосрочните финансови резултати на придобиващите фирми и няма доказателства за обяснение на вариациите в производителността (King, D., Dalton, D., Daily, C. & Covin, J., 2004).

Z. Jin и J. Dehuan изследват въздействието на сливанията и поглъщанията върху оперативните аспекти на публично търгуваните фирми през 2007 г. в Китай. Те използват промените в приходите, маржа на печалбата, възвръщаемостта на активите и общите активи преди и след сделката, за да се определят дали те са резултат от сливанията и поглъщанията. Тяхното проучване показва, че има значителни подобрения в общите приходи, маржа на печалба и възвръщаемостта на активите, но няма данни за някакво значително влияние върху коефициента на оборот на активите. Те също намират доказателства за значимо пазарно очакване и свръх реакция на съобщенията за сливания и поглъщания (Jin, Z., Dehuan, J., & Zhigang, F., 2004). Други автори като S. Saboo и S. Gopi проучват някои финансови коефициенти преди и след сливания и определят разликите във финансовото състояние преди и след сделката. Резултатите предполагат, че има вариации в зависимост от вида на фирмата и целта на сливане или поглъщане. Основната констатация показва, че сливането има положителен ефект върху ключовите финансови резултати на фирмите, които придобиват местни фирми, докато леко отрицателно въздействие върху фирмите, които придобиват трансгранични фирми (Saboo, S., Gopi, S., 2009).

Авторите P. Mantravadi и V. Reddy оценяват въздействието на сливанията върху ефективност в различни индустрии, чрез изследване на някои финансови коефициенти преди и след сделката. Резултатите показват, че има незначителни вариации по отношение на въздействието върху изпълнението. По-конкретно, сливанията имат леко положително въздействие върху рентабилността на фирмите в банковото дело и финансовата индустрия; секторите на фармацевтиката, текстила и електрическото оборудване срещат незначително отрицателно въздействие върху оперативните резултати по отношение на рентабилността и възвръщаемостта на инвестициите. За сектори като химическа промишленост и селскостопански продукти, сливанията водят до значителен спад както по отношение на маржовете на рентабилност, така и на възвръщаемостта на инвестициите и активите (P. Mantravadi, V. Reddy, 2008).

### **3. Заключение**

Следователно може да се обобщи, че факторите и мотивите, които имат организациите, извършващи този тип сделки стимулират процеса, а ефектите реализират и водят до извършването на национални и международни сливания и поглъщания. В международната пазарната практика се е

установило, че тези форми на бизнес се считат за един от най-бързия и ефикасен начин за увеличаване на стойността на бизнеса, за натрупване на капитал за излизане на нов или външен пазар, за разширяване на продуктовата гама, за разширяване на пазарния дял и др.

### Използвани източници

- Грозева, Н. (2015) Финансиране на стартиращи предприятия с рисков капитал, Известие на съюза на учените – Варна серия „Хуманитарни науки“ книжка 1, с.45.
- Данаилов, Д., (2002), Сливания и поглъщания в бизнеса – реалност и предизвикателство. С., с. 43–49.
- Чиприянов, М. (2019), Актуални тенденции при корпоративните сливания и придобивания, e-Journal VFU, бр. 12, 1-13
- Чиприянова, Г. (2020) За ролята и значението на интегрираната отчетност при корпоративните сливания и придобивания. Е-сборник с доклади „Интегрираната отчетност в управлението на предприятието“, Свищов, АИ „Ценов“, с. 59.
- Чиприянова, Г., Чиприянов, М. (2014), Управлението на бизнес кризи и неговото отражение върху счетоводната политика на предприятието. -Бизнес управление, бр. 1, 20-36.
- DeYoung, R., Evanoff, D.D. & Molyneux, P., (2009), Mergers and Acquisitions of Financial Institutions: A Review of the Post-2000 Literature. *J Financ Serv Res* 36, p. 87–110.
- Danzon, P.M., Epstein, A., Nicholson, S., (2007), Mergers and Acquisitions in the Pharmaceutical and Biotech Industries, *Managerial and Decision Economics*, vol. 28, p. 307-328
- Dodd, P., Ruback, R., (1977), Tender offers and stockholder returns. An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, vol. 5, p. 351-373.
- Franks, J.R., Harris, R.S., (1989), Shareholder wealth effects of corporate takeovers: The U.K. experience 1955-1985. *Journal of Financial Economics*, vol. 23, p. 225-249.
- Jin, Z., Dehuan, J., & Zhigang, F., (2004), The Impact of Business Restructuring on Firm Performance – Evidence From Publicly Traded Firms in China, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, p.1-6.
- King, D., Dalton, D., Daily, C. & Covin, J., (2004), Meta-Analysis of Post-Acquisition Performance: Identifications of Unidentified Moderators, *Strategic Management Journal*, p. 187 – 201.
- Mantravadi, P. & Reddy, A.V., (2008), Post-Merger Performance of Acquiring Firms from Different Industries in India, *International Research Journal of Finance and Economics*, p. 192-204.
- Martynova, M., Renneboog, L., (2008), A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, p. 2148-2177.
- Moeller, S.B., Schlingemann, F.P., (2004), Are Cross-Border Acquisitions Different from Domestic Acquisitions? Evidence on Stock and Operating Performance for U.S. Acquirers, *Journal of Banking and Finance*, p. 12.
- Netter, J., Stegemoller, M., Wintoki, M.B., (2011), Implications of Data Screens on Merger and Acquisition Analysis: A Large Sample Study of Mergers and Acquisitions from 1992 to 2009, *Review of Financial Studies*, vol. 24, p. 2316-2357.
- Saboo, S. & Gopi, S. (2009), Comparison of Post-Merger Performance of Acquiring Firms (India) involved in Domestic and Cross-Border Acquisitions, *MPRA paper*, No. 19274, *University Library of Munich*, <https://ideas.repec.org/p/pramprapa/19274.html>