



Цветомир Георгиев Цанов е роден през 1975 г. в София. Завършва 9^{та} Френска езикова гимназия. През 2000 г. се дипломира като магистър по Международни икономически отношения и бакалавър по Финанси в УНСС. Към 2006 г. е кандидат-доктор по икономика, както и хоноруван асистент по Международен мениджмънт в катедра МИО и бизнес.

Участвал е в Програмата за гост-изследователи на БНБ, в докторантска мобилност по програма ERASMUS в Университет Paul Cézanne – Aix-Marseille III (Франция), в национални и международни конференции и академични прояви. Научните му интереси са насочени в областта на теорията и практиката на съвременните международни икономически отношения и международен мениджмънт.

МЕЖДУНАРОДНИ СЛИВАНИЯ И ПРИДОБИВАНИЯ В БЪЛГАРИЯ – УПРАВЛЕНСКИ И ИКОНОМИЧЕСКИ АСПЕКТИ

Цветомир Цанов

Целта на настоящата студия е да бъдат представени резултати от проведено емпирично изследване на международните сливания и придобивания¹ (СиП)² в България въз основа на синтезирани теоретични хипотези и концепции. Предмет на изследване са конкретни икономически и управленски аспекти на реализирани транзакции от водещи чуждестранни инвеститори в страната. Направените практико-приложни заключения са изведени при приложение на качествени и количествени методи за събиране на данни и интерпретиране на получените резултати.

ОТНОСНО ИЗПОЛЗВАНИЯ ПОНЯТИЕН АПАРАТ

В съвременната българска теория и практика все още няма утвърдено понятие за сливане с участието на задграничен партньор. В публикации с икономическа и управленска теоретична насоченост се срещат термините „международни слива-

¹ В българската икономическа теория често употребявано е и понятието „сливания и поглъщания“. Българското право ползва аналогичната дефиниция „сливания и вливания“. Авторът приема термина „придобивания“ за по-коректен в смислово отношение, както и от гледна точка на икономическата му същност – съответните активи и пасиви преминават в собственост на друга компания срещу заплащането на определена цена (придобиване на съответни права на собственост). С оглед употребата и на двете понятия в литературата на български използването на „придобиване“ и „поглъщане“ се приема за тъждествено в настоящото изследване.

² По аналогия с употребяваното съкращение на английски за сливания и придобивания 'M&A' ('mergers and acquisitions'), в настоящата разработка авторът ще използва аббревиатурата – СиП.

ния и поглъщания“ (Боева, 2004; Данаилов, 2002),³ „трансгранични сливания и придобивания/поглъщания“ (Кирев, 2003⁴; Стоименов, 2002⁵), „транснационални сливания“ (Данаилов, 2002). В документация, създадена и използвана във връзка с европейската интеграция на България, широко разпространено е определението „трансгранични сливания и придобивания“. То се среща в различни преводни документи⁶ (в т.ч. нормативни актове на ЕС като новоприетата едноименна директива⁷ на Съвета на ЕС и Европейския парламент), в национални правителствени документи (Национален план за развитие на България, 2000-2006 г.) и др. Подобно определение се привежда и в публикации на български език с правна насоченост.⁸ За отбелязване е аналогичното приложение на различен понятиен инструментариум в чуждоезичната литература. Широка употреба имат определенията „международни сливания и придобивания“ и „трансгранични СИП“⁹, и по-ограничена – „чуждестранни придобивания“, „глобални сливания“ и др.

Авторът споделя мнението, че на български е коректно използването на „международни“ или „трансгранични“ сливания и придобивания като тържествени понятия, обозначаващи обединяването (корпоративната консолидация) между независими компании с различна национална принадлежност.

СЪЩНОСТ НА МЕЖДУНАРОДНИТЕ СЛИВАНИЯ

На първо място сделките по трансгранична корпоративна консолидация предполагат необходимост от съобразяване с *международно и национално-обусловени фактори и специфики* (икономическата конюнктура в глобален, регионален и странови аспект, инвестиционният климат, в т.ч. режимът на регулация в съответните страни и др.). В условията на глобализация и засилено международно икономическо сътрудничество от значение са и често подценявани фактори от културно, социално, организационно естество – отношението към чуждите ин-

³ Съответно в Боева, Б., Международен мениджмънт, УИ „Стопанство“, С., 2004 г., стр. 29 и Данаилов, Д., Сливанията и поглъщанията в бизнеса – реалност и предизвикателство, С., 2002 г., стр. 40-41.

⁴ Кирев, Л., Транснационалните корпорации и глобализацията на НИРД, Библ. „Стопански свят“, бр. 66, СА „Д. А. Ценов“, Свищов, 2003 г., стр. 113.

⁵ Стоименов, М., Международни финанси, Рекл. агенция „Очи“, С., 2002 г., стр. 418.

⁶ Напр.: В Подготовка на асоциираните страни от Централна и Източна Европа за интеграция във вътрешния пазар на Европейския съюз, Бяла книга, Брюксел, 3 май 1995 г., СОМ 95/163; В част „Политика на ЕС: Конкуренция“, интернет сайт на Делегацията на ЕК в България (<http://www.evropa.bg/bg/del/europe-a-to-z/eu-policies/additional-eupolicies/competition.html>) и др.

⁷ Директива 2005/56/СЕ за трансгранични сливания между акционерни (търговски) дружества (Directive 2005/56/CE sur les fusions transfrontalières des sociétés de capitaux, 26 octobre 2005).

⁸ Григоров, Г., Вливане и сливане на търговски дружества (Глава 16 на Търговския закон), ИК „Феня“, 2001 г.

⁹ Съответно – ‘international mergers and acquisitions’ и ‘cross-border M&As’ (англ.), ‘fusions et acquisitions internationales’ и ‘fusions transfrontalières’ (фр.), ‘трансграничные’ и ‘международные слияния и поглощения’ (рус.) и др.

веститори, особеностите на националните делови практики, проблемите на интеграция между компаниите и др.¹⁰

Отличителна характеристика на международните СиП е *обединяването в един стопански субект на компании с различна национална принадлежност* във връзка с *придобиването на контрол*. Свързващата характерна особеност на СиП – консолидирането на две или повече самостоятелни търговски дружества (ТД), експлицитно се съдържа в Международните счетоводни стандарти (МСС 22), при регламентирането на т.нар. „**бизнес комбинация**“, представляваща *обединяване на отделни предприятия в една стопанска единица, в резултат от сливане или придобиване на контрол върху активите и дейностите на друго предприятие*. Приведеното определение на практика отговаря на употребата на термина „**сливане**“ в широк смисъл, с което се обозначава общата съвкупност от сделки по междудружествена консолидация (сливания и придобивания). В тесен смисъл, от икономическа и юридическа гледна точка, е налице преобразуване между ТД, при което се сформира ново на база на дотогава съществуващите (**сливане**)¹¹, или се прекратява това от тях, което влива своето имущество¹² в структурата на придобиващото (**вливане/придобиване**).¹³ Сливанията обикновено протичат при относително паритетно участие и равнопоставеност¹⁴ между ТД (в разпределението на притежавани дялове, представителството в управлението, при извършваните организационни трансформации и др.), докато придобиванията се отличават с възможността за упражняване на цялостен контрол от страна на придобиващата ком-

¹⁰ Посочените фактори са обект на засилен интерес през последните години от изследователи в областта на международния мениджмънт, сравнителното културно управление и др.

¹¹ Според последните промени в Търговския закон на България от 2003 г., в сила от 01.01.2004 г., **сливане** е налице когато „цялото имущество на две или повече търговски дружества (преобразуващи се) преминава към едно новоучредено дружество, което става техен правопреемник“ (чл. 262а, Глава 16 – Преобразуване на търговски дружества). Промените в ТЗ, в частта му относно преобразуването на ТД целят хармонизация с европейското право в тази област.

¹² Обозначавано в юридически смисъл като „патримониум“ (от лат., *patrimonium*) – имущество, собственост). В правния мир терминът се използва и при онаследяване. В случая на консолидация между ТД става дума за преминаване на правата на собственост върху притежавани от вливащата се компания движимо и недвижимо имущество, патенти, търговски марки и др.

¹³ Според ТЗ на България **вливане** (т.е. придобиване в икономически смисъл) е налице, когато „цялото имущество на едно или повече търговски дружества (преобразуващи се дружества) преминава към едно съществуващо дружество (приемащо), което става техен правопреемник“ (чл. 262). По отношение на използването на „вливане“, българският законодател запазва специфичният понятиен апарат от предходните редакции на ТЗ. Налице са и други подобни специфики, въпреки стремежа за хармонизиране с правото на ЕС в посочената област

¹⁴ Сходно определение в икономически теоретични източници, речници, монографии. Така според Бантък, Бакстър и Дейвис сливането е „съединяване на две или повече самостоятелни компании в едно цяло, ... комбинация, при която компаниите се обединяват на общо взето равнопоставна основа“. Световен речник по икономикс, Делфин прес, 1992 г., стр. 31.

пания върху компанията-мишена,¹⁵ която изцяло бива интегрирана (влята) в структурата на първата.

В действителност в редица случаи от международната практика разграничаването между сливане и придобиване – от гледна точка на контрола в управленски и икономически смисъл, е условно. Доминиращото участие на едната страна, дори при случаи на обявено сливане между равнопоставени партньори, нерядко дава възможност за съответни стратегически решения върху общо имущество и ресурси, т.е. води до притежание на цялостен контрол.¹⁶ В потвърждение на тази хипотеза са и налични емпирични данни относно разпределението между сливания и придобивания в общата съвкупност от корпоративни концентрации в световен мащаб (регистриране на пренебрежимо малък дял сливания в тесен смисъл).¹⁷ Според водещи изследователи по международен бизнес (Бъкли, Гаури, 2002), броят на истинските сливания, в това число на примера на корпоративната практика в Централна и Източна Европа, е дотолкова нисък, че за практически цели съдържанието на категорията „сливания и придобивания“ по същество означава придобивания.¹⁸

1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧНА ОСНОВА НА ИЗСЛЕДВАНЕТО

Теоретичната основа за анализ на международните СиП се характеризира с висока степен на интердисциплинарност. В този контекст трансграничните корпоративни консолидации неотменно се свързват с теоретични концепции с международна икономическа насоченост (разглеждащи преките чуждестранни инвестиции, стратегиите на транснационалните корпорации (ТНК), процесите на интернационализация, на регионална икономическа интеграция и др.). От друга страна, в теоретичен план международните сливания се асоциират и с условно обособена „теория“ (Mueller, 1992),¹⁹ включваща концепции и изследователски хипотези с икономическа и управленска насоченост, отнасящи се преди всичко до бизнес комбинациите,²⁰ протичащи в рамките на националните икономики.²¹

¹⁵ Аналогичен превод на *'target company'* (англ.) или *'cible'* (фр. – бел. авт.).

¹⁶ За отбелязване в тази връзка са конкретни СиП от последните години. Сделката между Daimler и Chrysler е обявена при юридическото ѝ финализиране като сливане между равни (*'merger by equals'*). Впоследствие става ясно, че представителите на Daimler Benz имат по-силни позиции в ръководството на новата компания, а представителите на Chrysler – ограничено поле при вземането на стратегически решения, в т.ч. такива, имащи отношение към политика на американския пазар.

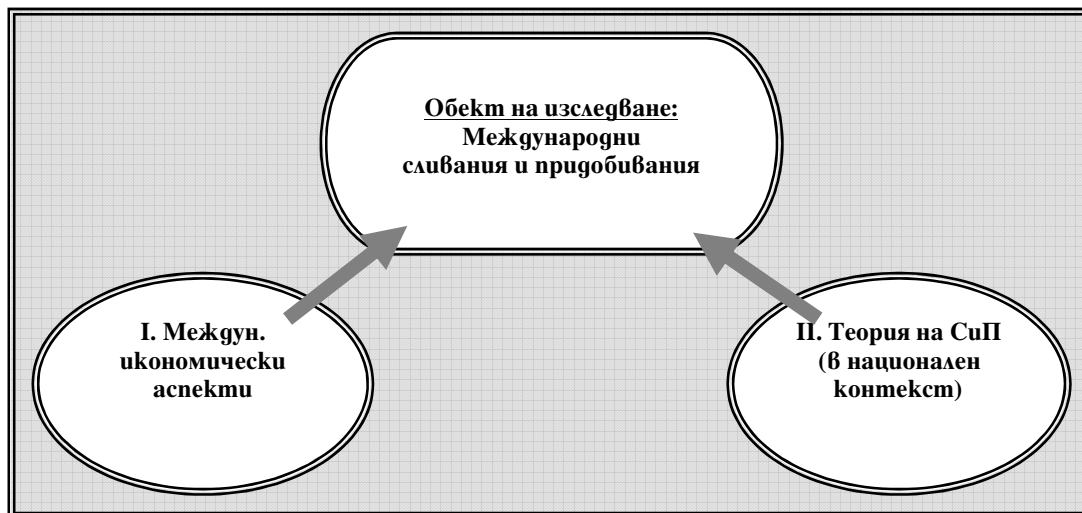
¹⁷ На примера на трансграничните СиП, в края на миналия и началото на настоящия век, по-малко от 3 % от всички осъществени сделки в света са сливания (в Buckley, P. and P. Ghauri, (Ed.) *International Mergers and Acquisitions: a Reader*, Thomson 2002, pp. 1-3.).

¹⁸ UNCTAD, 2000:99, в Buckley, P. and P. Ghauri, *Ibid.*, pp. 2-3.

¹⁹ Т.нар. „обща теория на сливанията“ (*'general theory of mergers'*), която според Mueller разглежда преди всичко финансово-икономическите аспекти на корпоративните консолидации.

²⁰ Съгласно приведеното на предходните страници определение в МСС 22.

²¹ Според водещи изследователи по международен бизнес по същество трансграничните СиП имат сходни характеристики с тези в национален контекст. На примера на сделката



Фиг. 1. Теоретични насоки за изследване на международните СиП²²

За целите на настоящия анализ посочените изследователски перспективи ще бъдат очертани схематично в последващото изложение с акцент върху основни хипотези и теоретични заключения.²³

1.1. Международни икономически аспекти

В първата предложена изследователска перспектива теоретико-методологичната основа за анализ на международните сливания се определя от хипотези, открояващи същността на преките загранични инвестиции във връзка със стратегиите на ТНК. В този контекст следва да бъдат посочени *придобиването на контрол* като ключова характеристика на преките чуждестранни инвестиции (ПЧИ), осъществявани от „мултинационалното предприятие“ (Хаймър, 1960),²⁴ възможността за минимизиране на разходи и *разширяване на монополни позиции от вътрешния към външните пазари* (Киндълбергер, 1969; Кейвз, 1971; Хаймър, 1976) като определящи решенията на ТНК за инвестиране зад граница и др. В допълнение биха могли да бъдат приведени теории, открояващи *конкурентните предимства* на ТНК (икономии от мащаба и обхвата, продуктова диференциация, технологии,

между Daimler и Chrysler те заключават, че отличителната особеност е по-високата степен на сложност при подготовка и реализация (в Buckley, P., P. Ghauri, Ibid., p. 33).

²² Заб.: Предложените фигури и таблици в настоящото изследване са разработени от автора. Позоваването на допълнителни конкретни източници ще бъде уточнявано в бележки под линия.

²³ Подробно изведените теоретични аспекти са разгледани в разработван дисертационен труд от изследвателя.

²⁴ За първи път тезата е изведена през 1960 г. в докторската дисертация на Stephen Hymer, публикувана от Massachusetts Institute of Technology (MIT).

маркетинг), които предпоставят възможностите за фирмена експанзия зад граница (Вернон, 1974; Дънинг, 1977; Портър, 1986 и др.). На следващо място редица изследователи изтъкват обосноваемостта на задграничната експанзия посредством придобивания или инвестиции на зелено, което да осигури възможност за вътрешно трансфериране на конкурентни предимства между фирмата-майка и нейните поделения, или т.нар. концепция за *интернализацията* (Бъкли и Касън, 1976; Дънинг, 1977; Ръгман, 1980). По смисъла на предходните теории в основата на конкурентните предимства на ТНК се извеждат нематериалните (неосезаеми) активи, основани на информация, знания и компетенции (управленски и маркетингови умения, организационни възможности), технология (Бъкли и Касън, 1976; Кеймс, 1982). Приведените хипотези по отношение на ПЧИ във връзка с дейността на ТНК са синтезирани в т.нар. *еклектична теория* на Джон Дънинг (1981) чрез парадигмата OLI, която систематизира трите основни елемента на инвестиране зад граница – собственост ('ownership'), местоположение ('location') и интернализация ('internalization'). Въпреки популярността на парадигмата OLI през 80-те години на 20 век, глобализацията на световното стопанство все повече променя нейната концептуална основа. Цитираните по-горе теоретични изводи по-скоро се свързват с практиката на фирми, които са на начален етап на интернационализация на организационната си структура. Съвременната ТНК обаче се характеризира със значителни по размери мрежи от поделения, с множество фирми доставчици и подизпълнители, с присъствие на различни задгранични пазари. В този смисъл предизвикателство пред ТНК е не само изборът на задграничен пазар и инвестирането зад граница, но и координацията на нейната собствена мултинационална мрежа от операции, ресурси, притежавани технологии. От друга страна това предполага и централизация на управлението, структуриране на мрежата от различни по своята специализация звена, позволяващо функционирането на ТНК като единно цяло (Маринов, 1998).²⁵ В условията на съвременната икономика на високи технологии споделянето и управлението на знания, иновацията, все повече се разглеждат като условие за развитието и изобието за съществуването на ТНК (Гупта и Говиндараян, 1991) при осигуряване на съответна съвместимост между поделенията в структурата на ТНК.

Предходното изложение би могло да бъде обвързано с изследването на трансграничните СиП в България или в по-общ план в страни от Централна и Източна Европа (ЦИЕ). Така концепциите за придобиване на контрол посредством ПЧИ се свързват с тезата, която разглежда приватизацията като частен случай на придобиване (Бъкли и Гаури, 2002). Сходни съждения по отношение на СиП във връзка с приватизацията изказват и български изследователи (Данаилов, 2002; Боева, 2001).²⁶ От друга страна, експанзията на ТНК на пазарите на ЦИЕ, в т.ч. посредством международни СиП, се обяснява със заемането на конкурентни позиции на пазарите на ЦИЕ, в теоретичен план се характеризира от мотиви за инвестиране, с концепциите за трансфер и управление на знания в рамките на ТНК.

²⁵ Маринов, В., "Международни икономически отношения: теория, система, политика", С., УИ "Стопанство", 1998, стр. 118.

²⁶ Аналогични са тезите, изказвани и от представители на Световната банка (в Calderon, C., Loayza, N. and L.Serven, Greenfield Foreign Direct Investment and Mergers and Acquisitions: Feedback and Macroeconomic Effects, World Bank Policy Research Paper, Jan. 2004).

В тази връзка редица изследователи изтъкват решаващата роля на ПЧИ в периода на преход в страните от ЦИЕ за извършване на конкурентно ориентирани промени, за трансфер на нови технологии, предприемачески и управленски компетенции (Рише, 2001; Козут и Макдермот, 2001). В други публикации (Венар, 2001) е налице комбиниране на икономически и управленски теоретични концепции като се подчертава значението на преките инвестиции за интегриране на местните предприятия в регионалните стратегии на мултинационалните компании, посредством придобивания и инвестиции на зелено. Не на последно място, отделни изследователи подчертават и определеното неразбиране и подценяване от страна на западните инвеститори на потенциала и възможностите на техните партньори от ЦИЕ (Вашьо, 2000).²⁷ В този смисъл анализът на сделки, свързани с пряко задгранично инвестиране в страните от ЦИЕ, не би следвало да се ограничава единствено до чисто икономически показатели и постигнати резултати, а да отчита и възможни проблеми и предизвикателства в хода на осъществяване на транзакцията, приспособяването на инвеститора, потенциала за бъдещо развитие на поделението и др.

От позициите на теорията и практиката на съвременните международни икономически отношения анализът на трансграничните СиП следва да бъде съобразен и с актуални тенденции на икономическо развитие в глобален и регионален контекст, с промени в регулацията, в технологичната инфраструктура и др.²⁸ В контекста на европейската интеграция на България за отбелязване е приемането в края на 2005 г., след дългогодишни усилия, на Директива относно трансграничните сливания на АД (с обхват в рамките на ЕС). Приемането на директивата цели да облекчи интеграцията в рамките на Единния вътрешен пазар (ЕВП) и корпоративната консолидация преди всичко между малки и средни предприятия, които имат намерение да развият дейност в повече от една страна членка, но не са в състояние да бъдат инкорпорирани като „Европейско акционерно дружество“ (*SE, 'Societas Europea'*).²⁹ Посочената регулация създава предпоставки за корпоративно развитие в обозримо бъдеще и на предприятията в България.

²⁷ Практически преобладаваща част от познатите публикации в съвременната западна икономическа и управленска литература не разглежда изведения проблем. Показателни са хипотезите на американския професор по международен бизнес Брус Козут, който счита, че в страните от ЦИЕ има липса на адекватни управленски механизми и знания, преодолявана чрез притока на чужди капитали и създаването от тях структури. Противоположни тези застъпват ограничен кръг изследователи, цитирани и в настоящото изложение.

²⁸ Показателни за динамиката на трансгранични СиП са основни агрегирани показатели относно прираста на ПЧИ (най-голям компонент на входящите ПЧИ в света през последните 20 години са именно международните СиП), данни и прогнози за икономическото развитие в глобален мащаб. Констатираният прираст на ПЧИ в света през 2004-05 г. се дължи на множество трансгранични СиП. Прогнози за 2005-06 г. сочат достигане на нива, близки до рекордните 1999 и 2000 г.

²⁹ Регистрирането като SE осигурява наднационален юридически статут в рамките на ЕС, без да е необходима съответна пререгистрация в отделните страни членки. Респективно тази възможност позволява бързо реструктуриране, преобразуване (сливане) на поделения и др.

1.2. Икономически и управленски аспекти в теоретичните изследвания на сливанията и придобиванията

Разкриването на теоретичната основа на разглежданата проблематика в значителна степен е обусловено и от синтезирането на множество хипотези и заключения, изведени по отношение на сливанията и придобиванията в частност. Последните са обект на изследване от представители на широка палитра от теоретични направления – корпоративните финанси, финансовия и стратегически мениджмънт, организационната теория, международния мениджмънт и др.³⁰ Опитите за систематизиране на изследвания и хипотези, в това число по повод на консолидационните сделки с международни измерения, са сравнително ограничени от теоретико-оценъчна гледна точка. За целите на настоящия анализ ще бъдат открити основни теоретични заключения от две отделни и същевременно взаимнообвързани гледни точки – икономическа и управленска.³¹

За отбелязване е, че до началото на последното десетилетие на XX в. академичните изследвания на сливанията концентрират вниманието си преди всичко върху корпоративната практика в рамките на САЩ. Вероятно това фокусиране е обяснимо с оглед на това, че до средата на 80-те около 85 % от общия обем на СuП в света се осъществяват между или с участието на американски компании (Смит, Уолтър, 1991).³² От втората половина на същото десетилетие обаче се забелязва намаление на дела на „вътрешни“ за САЩ бизнес комбинации до приблизително 5 в общата съвкупност.³³ Констатираната промяна се свързва както с нарастващия обем трансгранични СuП във връзка с интернационализацията и засилената глобална конкуренция, така и с интеграцията в рамките на единния европейски пазар, икономическото реструктуриране в страните от ЦИЕ и др.

От друга страна преобладаващото съотнасяне на теоретичните изследвания на СuП към американската корпоративна практика определя и спецификата на съответните фундаментални допускания, методология на анализа, заключения. Така например в основата на изследвания с икономическа насоченост по повод на СuП са хипотезата за ефективността на капиталовите пазари, оценката на краткосрочната промяна в пазарната цена на акциите (изследвана чрез т.нар. *'event studies'*)³⁴ като ключов измерител за разпределението на изгодата и създаването благосъстояние при СuП, разбирането за наличие на „пазар на корпоративен

³⁰ Направеното групиране в известен смисъл е условно, то не претендира за точно дефиниране на теоретични направления. По-скоро систематизирането цели да покаже множеството възможни гледни точки към изследваната проблематика като обект на изследване.

³¹ Традиционно в западните академични среди е налице ясно разграничение между икономическа и управленска гледна точка. Традициите в България по-скоро се свързват с комбиниране на двата изследователски аспекта. Именно в този контекст се поставя и настоящото изследване.

³² В Newman, P., M. Milgate, J. Eatwell (Ed.), "The New Palgrave Dictionary of Money & Finance", The MacMillan Press Ltd., 1992, p. 174.

³³ Дори в рамките на американската икономика в посочения период приблизително 1/3 от сделките включват участието на неамериканска компания (В Smith, Walter, 1991, Ibid.).

³⁴ Изследвания, фокусиращи се в промяната на цената на акциите на компанията в периода преди и след обявяване на сделката, т.е. около определено събитие (*'event'*).

контрол“, институционализирането на агентските взаимоотношения (между собствениците-акционери и мениджърите) във връзка с дисперсираната акционерна собственост и силните традиции в областта на корпоративното управление в САЩ.

От позициите на икономическата теория обикновено сливанията се разглеждат през призмата на създавана изгода за обединяващите се компании (т.нар. „ефект на синергия“)³⁵, за техните акционери, анализират се начините и формите на плащане,³⁶ оценява се създаването на благосъстояние за обществото като цяло (съвкупната икономическа ефективност на СиП). Изследователите от областта на корпоративните финанси и финансовия мениджмънт извеждат съответни финансови методи за оценка, разглеждат механизма на протичане на корпоративните консолидации, мотивите за СиП и др.³⁷ Освен пазарната цена на акциите отделни изследователи (например такива от областта на индустриалната икономика) приемат и други показатели като критерий за оценка на ефективността при СиП – възвръщаемостта от капитала, финансовия резултат (Равенскрафт, Шерер, 1987). Други оценяват риска и възвръщаемостта за акционерите при съответни форми на плащане (Рапопорт, 1998).³⁸

Сред основните теоретични хипотези, свързани със СиП в икономическата теория, е тази за наличието на „пазар на корпоративен контрол“,³⁹ функциониращ поради склонността на алтернативни групи инвеститори или мениджърски екипи да заплащат по-висока цена за правото да управляват дадени корпоративни ресурси. По този начин пазарът на корпоративен контрол има своеобразна дисципли-

³⁵ Ефектът на синергия е развит в теорията от Bradley, Desai, Kim (1983) и е цитиран в различни модификации в източници от областта на корпоративните финанси по отношение на СиП. Моделът е представен в българската литература в пълна степен от Р. Рагев, Петров, Г., Цанкова, Е., и кол., Корпоративни финанси, Кратък курс, Тракия-М, София, 2004 г. стр.217-218.

³⁶ Тези теоретични аспекти са добре познати във финансово-икономическата теория. Често цитирани в тази връзка са изследователи от областта на корпоративните финанси и финансовия мениджмънт – Brealey, R. and Myers, St., Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill, 1996; Levy, H., Sarnat, M., Principles of Financial Management, Prentice Hall, 1988 и др. За отбелязване е аналогичното разглеждане на финансовите измерения на сливанията и от автори от границите на континентална Европа (в Meier, O., Schier, G., Fusions-Acquisitions. Strategie-finance-management, Dunod, Paris 2003).

³⁷ Посочените финансово-икономически аспекти са разглеждани и от български автори – Данаилов, Д. (2002), Петров, Г. (2000), Рагев, Р. (2004) и др.

³⁸ Rapoport, A., Creating Shareholders' Value, The Free Press, N.Y., 1998. Според това изследване на СиП в САЩ, при плащане чрез замяна на акции има по-голяма загуба на стойност за акционерите на придобиваната компания отколкото при плащане в брой. От друга страна рискът зависи от съотношението на платената премия спрямо пазарната цена на акцията и моментът на обявяване на сделката (посоченият пример е представен в Боева, Б., Корпоративно управление от мощните корпорации към икономиките в преход, Princes, София, 2001 г., стр.92.).

³⁹ За първи път Маппе (1965) въвежда цитираното понятие и извежда ефектите от наличието на подобен условен пазар. Механизмът на неговото функциониране се свързва и с наличието на „агентски“ взаимоотношения между акционери и мениджърски екипи (агенти), разгледани в теоретичен план във връзка с дисциплиниращия механизъм на корпоративен контрол от Jensen и Meckling (1976), Fama (1980), Jensen и Ruback (1983) и др.

линираща роля по отношение на ефективността на фирмените ръководства и би следвало да е в основата на значителен дял от реализираните СуП. Посоченият теоретичен аспект на СуП е разгледан и от български изследователи (Б. Боева, 2001) в контекста на корпоративното управление, в т.ч. от позициите на агентската теория и неoinституционалната икономика.⁴⁰

От гледна точка на създаването благосъстояние при СуП в контекста на икономическата теория основополагащо е заключението, че обикновено акционерите на придобиваната компания извличат по-големи ползи от тези на придобиващата. Същевременно е налице допълнителна изгода за икономиката като цяло, поради възможността за по-ефективно управление на компаниите, посредством придобиването им от нови инвеститори с по-добри възможности, в резултат на функциониращия активен пазар на корпоративен контрол. В този смисъл общият извод е, че *сливанията облагодетелстват обществото, като създават благосъстояние*. В тази плоскост на анализ съвкупната ефективност от СуП се анализира и посредством отделни модели с публично-финансова насоченост – модели на Уилямсън, 1968 и на Фарел и Шапиро, 1990.⁴¹

В икономическата теория, свързана със сливанията, са познати и множество „алтернативни хипотези“, които подлагат на съмнение допусканията, отнасящи се до краткосрочните промени на пазарните цени на акциите (Лажу и Уестън, 1998; Хопкинс, 2002;⁴² Рьолер, Стенек, Фербовен, 2002), механизма на функциониране на пазара на корпоративен контрол (отнасящ се по-скоро до англо-саксонската практика на враждебни бизнес комбинации според Гросман и Харт, 1980), ефективността на селекционния механизъм на капиталовите пазари при СуП (Хюз, 1993) и др.

По смисъла на представените по-горе теоретични аспекти⁴³ извеждането на унифициран подход за анализ на финансово-икономическите аспекти на СуП, в т.ч. сделките с интернационални измерения, трудно би могло да бъде обосновано по безспорен начин. В голяма степен посочените теоретико-методологични аспекти на анализа (краткосрочни промени в цените на акциите, наличието на пазар на корпоративен контрол и др.) не биха могли да бъдат съотнесени към българската практика на сделки по международна корпоративна консолидация (поради липса на достатъчно емпирични данни, промяна в институционалната рамка, ограничен обхват на възможната извадка от предприятия). В тази връзка оправдан е инди-

⁴⁰ В този контекст проф. Боева изтъква “саниращата функция” на промяна във фирмените ръководства вследствие на приватизацията на предприятия в страни от ЦИЕ (посредством придобивания, извършени от ТНК) като възможно проявление на пазара на корпоративен контрол.

⁴¹ На база на класическия модел на олигополистична конкуренция на Курно, Уилямсън сравнява потенциалната загуба на ефективност (повишени цени за потребителите) с генерирането на вътрешно-фирмена ефективност, която се разпростира на отраслово и макро ниво. От своя страна Фарел и Шапиро оценяват екстерналните ефекти върху потребители и конкуренти в резултат от сливанията и придобиванията.

⁴² Hopkins, D. в Buckley, P. and P. Ghauri (2002) Ibid., прави подробен преглед на съответни емпирични изследвания. Той изказва съмнение доколко краткосрочният времеви план е най-удачният измерител.

⁴³ Съответните теории са подробно разгледани и синтезирани в разработвания дисертационен труд от изследвателя.

визуализиран подход на анализ (към конкретна сделка от практиката, определен отрасъл и др.).⁴⁴

Подобна изследователска перспектива предлагат изследвания на СиП с управленска насоченост, които разглеждат корпоративните консолидации преимуществено от позициите на интересите на отделната фирма. В този смисъл от управленски аспект се разглежда доколко сливанията отговарят на стратегическата насоченост на компаниите (Монтгомъри, 1982; Шелтън, 1988; Фаулър и Шмидт, 1989), доколко допринасят за подобряването на техните конкурентни позиции (Чатърджи, 1986; Любаткин, 1987; Сет, 1990). Разглежда се значимостта на стратегическото планиране във връзка със СиП, в т.ч. дефиниране на стратегически цели, избор на критерии за оценка, стратегическа оценка (отсяване на възможни компании, анализ на финансово-икономически показатели и др.), подготовка и провеждане на преговори (Брадли и Корн, 1981; Солтър и Уайнхолд, 1979). На следващо място от управленска гледна точка се анализират организационно-поведенски аспекти, свързани с междуфирмената интеграция, съпътстващата я промяна, възможни положителни и негативни въздействия върху служителите, други заинтересовани страни (Дивайн, 2003; Швайгер и Уолш, 1990; Нейпър, Симънс и Стратън, 1989; Хърш, 1987; Маркс и Мървис, 1985 и др.). В изброените дотук условно обособени управленски перспективи на теоретичен анализ сделките по СиП са обект на изследване главно от позициите на стратегическия мениджмънт, на теориите по организационно поведение, на управлението на човешки ресурси. Съвременни управленски теоретични анализи извеждат на преден план цялостния процес на реализация на транзакцията, на етапите на подготовка (стратегически съображения), реализация и интеграция на компаниите (в това число отчитане на организационни и поведенски фактори). По този начин т.нар. „процесен подход“⁴⁵ комбинира не само стратегически и организационно-поведенски съображения, но и възприема отделни икономически теоретични аспекти на СиП. В тази връзка се изтъква определящото значение на две ключови фази по отношение на постигания краен ефект от транзакциите по СиП (съответно създаваната изгода за всички заинтересовани страни) – вземането на решение (подготовката) за сливане/придобиване и етапа на интеграция между компаниите. В допълнение се извеждат модели за интеграция във връзка с процесния подход (на симбиоза, абсорбция и запазена автономност),⁴⁶ и при отчитане на стратеги-

⁴⁴ Именно такава е процедурата, следвана от регулаторните органи в защита на конкуренцията. Такъв подход като цяло е по-оправдан и от гл.т. на европейската континентална практика в областта на СиП, въпреки засиления стремеж от последните години (напр. в рамките на ЕС от страна на Европейската комисия) за по-широка оценка на въздействието на СиП върху процесите на реструктуриране и икономическа интеграция (съответни анализи на ЕК, Зелена книга за преглед на регулацията на СиП и др.).

⁴⁵ Процесният подход се характеризира със системност, логическа последователност и итеративни взаимодействия. В този контекст съвременни изследвания на СиП обвързват подхода с теорията и практиката на управлението на проекти (Meckl, 2004).

⁴⁶ Изведени в Haspeslagh, P., D. Jemison, Managing Acquisitions. Creating Value Through Corporate Renewal, The Free Press, 1991.

чески и организационно-поведенски съображения като съвместимост между компаниите, корпоративна култура, междуфирмена комуникация и др.⁴⁷

Изброените управленски теоретични хипотези и заключения по отношение на СуП допринасят за извеждането на нова изследователска насока в анализа на корпоративните консолидации, в т.ч. сделките с интернационални измерения. Тази перспектива на анализ е оправдана и от множеството емпирични изследвания от последните години, които изтъкват висок дял на неуспешни транзакции⁴⁸ (непосредствено очакваните финансово-икономически показатели), поради подценяване именно на управленски и организационни съображения. От друга страна, по смисъла на предходното изложение трудно би могло да се приеме отделянето на икономическите и управленските изследователски аспекти. Напротив, налице са множество взаимобусловени интердисциплинарни връзки (напр. пазарът на корпоративен контрол във връзка с дисциплиниращия ефект върху мениджърите, отчитането на икономическата изгода при „свързаните“ придобивания от икономическа и управленска гл.г. и др.). В допълнение представените хипотези с международна икономическа насоченост също очертават възможни взаимовръзки (мотивите за ПЧИ и стратегиите на ТНК във връзка с планирането и мотивите за СуП, придобиванията посредством приватизация и възможните ефекти на проявление на пазара на корпоративен контрол, инвестиционните решения на ТНК и интеграцията на поделенията в тяхната структура и др.). По смисъла на предходното изложение би могло да бъде изведено обобщение за наличие на множество интердисциплинарни взаимовръзки, чието открояване позволява комплексното изследване на разглежданата проблематика.

2. ИЗСЛЕДВАНЕ НА МЕЖДУНАРОДНИТЕ СИП НА ПРИМЕРА НА БЪЛГАРИЯ

Въз основа на представените теоретико-методологични аспекти на анализа биха могли да бъдат открити конкретни практикоприложни заключения по отношение на международните СуП в България.⁴⁹ Според изследвани емпирични данни за

⁴⁷ В последните години отделни публикации разглеждат сливанията и в контекста на нови управленски дисциплини като мениджмънта на знанието (съответстващо на възприетото в англоезичната литература *'knowledge management'*). В този смисъл редица автори изследват използването и трансфера на знания и компетенции във вътрешноорганизационен, междуорганизационен и дори социално-конструктивистки аспект (Leonard, 1995; Kogut, Zander, 1992; Nonaka, Takeuchi, 1995). Във връзка със СуП авторите отдават приоритет на процеса на предаване на компетенции като възможен фактор, обясняващ наличието или отсъствието на ефект на синергия.

⁴⁸ По-конкретно цифрите варират между 45 % и 70 % за сливания в рамките на националните икономики (изследвания за САЩ, Великобритания, Франция, Белгия, Австралия и др.). Изследвания на международните сливания извеждат сравнително по-висок дял на успешни сделки (57 % в изследване на McKinsey, World Investment Report 2003, UNCTAD).

⁴⁹ Част от представените заключения ще бъдат обобщени схематично. Пълният текст на изследването е наличен в разработвания дисертационен труд с аналогична проблематика.

периода на икономическо реструктуриране в страната (1992-2004 г.)⁵⁰ в наглед от реализираните приватизационни сделки с чуждестранно участие инвеститорът е придобил мажоритарен дял, позволяващ упражняване на цялостен контрол. От гледна точка на стратегиите и инвестиционните решения на ТНК изследването доказва навлизане преди всичко посредством придобивания чрез приватизация в традиционни отрасли (добивна и преработвателна, химическа и хранително-вкусова промишленост), с водещи съображения – заемане на пазарни позиции и минимизиране на производствени разходи (в унисон с „ранните“ теории за ПЧИ и ТНК, представени в теоретичното изложение). През последните години определено е налице тенденция за прираст на осъществяваните сливания и придобивания на частни компании при нарастващ дял на сектора на услугите (телекомуникации, финансово посредничество и др.). От гледна точка на икономическите ефекти при международните СиП в България би могла да бъде очертана монополизацията в отделни отрасли (напр. олигополистична структура в пивоварната промишленост) за сметка на възможността за интегриране на местните предприятия в структурата на утвърдени ТНК. На следващо място практиката на осъществяване трансгранични СиП от чужди инвеститори в страната показва, че по правило те консолидират контрола в притежаваните български подразделения (не повече от 5 публични компании към м.декември 2005 г.), което не допринася за проявление на дисциплиниращия ефект на пазара на корпоративен контрол, нито за развитието на капиталовия пазар в страната.

Липсата на съответни емпирични данни (практическа невъзможност за оценка на СиП на база на данни за краткосрочни промени в цените на акциите,⁵¹ трудният достъп до данни за финансов резултат и др.) не позволява да бъде направена адекватна оценка на ефективността на СиП съгласно предложените теоретични хипотези. От друга страна, това представлява определено предизвикателство и при анализа на постигнатите резултати на микроикономическо ниво – при реструктурирането на компаниите, по отношение на конкретните измерения относно приноса на инвеститора в страната и др.

В контекста на гореизложеното в настоящото изследване ще бъде предложен опит и за възможна качествена и количествена оценка на определени икономически и управленски аспекти на международните сливания и придобивания, осъществени през последните години в страната.

2.1. Изследване посредством проведено анкетно проучване

Анкетното проучване беше насочено към представители на водещи чуждестранни инвеститори в страната, приватизирали и/или осъществили придобиване на местни компании. Съдържанието и структурата на въпросника бяха обсъдени с

⁵⁰ Основание за избора на така посочения период е наличието на съответни систематизирани данни в Агенцията за приватизация.

⁵¹ Единици са сделките по международни СиП в страната, реализирани посредством механизма на фондовата борса. Сред интересните изключения в това отношение например е придобиването на “Пиринско пиво” АД от Carlsberg Breweries. Дори и в този случай обаче практиката показва наличие на определени спекулативни съображения. Скоро след финализиране на операцията “Пиринско пиво” АД е отписано от регистъра на публичните дружества.

представители на академичните среди,⁵² както и апробирани от ограничен кръг представители (висш и среден мениджърски състав)⁵³ на преки инвеститори в страната. Конструирането на отделни въпроси отчиташе подобно международно проучване на глобалните сливания и придобивания (*'Global M&A – Survey'*), провеждано от изследователи от Stanford Business School, САЩ и Университета на Дуйсбург, Германия.⁵⁴ Анкетата беше съобразена също така с резултатите от проведени проучвания в България и в страни от ЦИЕ относно мотиви за насочване на ПЧИ, фактори за осъществяването им и др.⁵⁵

Цел и задачи

С оглед на формулираната цел да бъдат изследвани определени икономически и управленски аспекти на международните СиП въз основа на систематизирани теоретични хипотези и заключения анкетното проучване имаше за задача да открие:

- участието на ТНК в придобиването на предприятия в страната (в т.ч. големината на инвеститора, присъствие на задгранични пазари и др.);
- вида на инвестицията (според спецификата на сделката – приватизация, придобиване на частно дружество, сливане);
- мотивите за осъществяване на инвестицията;
- планирането на инвестицията;
- организационното реструктуриране на придобитата българска компания (в т.ч. по отношение на числеността на персонала);
- специализацията на българското поделение във връзка с тази на компанията-инвеститор;
- интеграцията на местното поделение в структурата на инвеститора;
- приспособяването на чуждестранния инвеститор към местната бизнес среда и културни особености;
- качествената оценка на анкетираните относно ефективността на техните инвестиции в страната;
- приноса на инвеститора за местното поделение;
- прогноза за бъдещо развитие на предприятието в България.

Обхват

Обхватът на анкетното проучване беше уточнен на базата на *типологична извадка*, включваща представители на ръководния състав на транснационални компании, осъществили придобиване/приватизационна сделка в страната. В опит за

⁵² При подготовката на проучването изследователят получи съдействие от проф. д.и.к.н. Б.Боева и доц. д-р. И. Стойчев от катедра МИО и бизнес.

⁵³ Беше обсъдена изчерпателността на въпросите, свързани с мотиви за инвестиране, фактори, допринесли за успеха на транзакцията, приноса на инвеститора, планирането на инвестицията.

⁵⁴ Посоченото проучване е в процес на обобщаване на получените резултати. Публикацията им е предстояща.

⁵⁵ Проучванията ще бъдат цитирани в съответния контекст от последващото изложение.

определяне на съвкупността от изследвани компании бяха идентифицирани около 60 нефинансови ТНК,⁵⁶ осъществили придобиване на активи в страната. В това число попадат 35 ТНК, извършили приватизационни сделки в България в периода 1993-2004 г.⁵⁷ В допълнение биха могли да бъдат открити редица ТНК, придобили активи на частни дружества в България (както Actavis, Viohalco, Miroglio, Unilever, Carlsberg Breweries, Telecom Austria, Thomas Cook, ThyssenKrupp, редица по-малки ТНК в сектора на услугите⁵⁸). Към изброените ТНК следва да бъдат добавени и такива, придобили активи от български предприятия чрез стратегия на последователно навлизане в страната.⁵⁹ Условността в изведеното число от 60 корпорации произтича от наблюдаваното последващо реструктуриране в собствеността на местното поделение и/или на придобилата го ТНК.

Проучването беше проведено в периода м.април – м.ноември 2005 г. посредством разпратени въпросници на български и английски в електронен формат до потенциални респонденти от определената извадка.⁶⁰ Част от респондентите бяха непосредствено анкетирани от изследователя чрез попълване на анкета на хартиен носител.

Бяха събрани 41 попълнени анкетни карти от представители на преки чужди инвеститори в България, осъществили сделки по трансгранични СпП (в т.ч. приватизация). Сред респондентите в проучването попадат лица, заемащи средни и висши мениджърски позиции в обхванатите компании (в т.ч. изпълнителни директори, финансови и маркетинг мениджъри, директори човешки ресурси). Първоначалният стремеж на автора беше да бъдат интервюирани единствено предс-

⁵⁶ Изведените теоретични концепции, съответно предложените хипотези и заключения се отнасят до нефинансови ТНК, което определя обхвата и на настоящото проучване.

⁵⁷ Съгласно систематизирани данни на Агенцията за приватизация. Конкретни данни за изведения брой компании – в разработения дисертационен труд.

Изведеното число от тридесет и пет ТНК отчита съвместното (напр. Coca Cola Hellenic Bottling Company и Heineken – сделката за „Загорка“) или допълнителното участие (Sisecam, Турция) на друга ТНК в приватизацията и последващото преобразуване на съответното българско предприятие. То не включва участието на една и съща компания (напр. Umicore, InBev, E.ON Energie) в повече от една приватизационна сделка, свързана с придобиване на мажоритарно участие. Същевременно, ако се отчете последващото преобразуване на част от инвеститорите (например Union Minière в Umicore, Plansee Tizit – сливане със Cerametal Group и др.), условно може да се приеме и по-широко участие на ТНК в придобивания посредством приватизация в България. **От друга страна именно това налага и условността в определения брой компании.**

⁵⁸ В сектора на информационните технологии, телекомуникациите, бизнес консултирането.

⁵⁹ Например Danone Groupe, създава смесено предприятие със „Сердика София“ през 1993 г. („Данон Сердика“) и придобила впоследствие (1999 г.) цялостен контрол върху компанията чрез изкупуване на остатъчния държавен дял (съответно преобразуване в „Данон България“ АД).

⁶⁰ Получени координати на база на собствено проучване, както и съдействие от трети лица. В тази връзка изследователят изказва благодарност на секретариата на Българска асоциация на производителите на облекло и текстил, изп. директор на Браншова камара на дървообработващата и мебелна промишленост, на представители на консултантски фирми (Euroconsultants, Latona Bulgaria и др.), преподаватели (д-р Св. Александрова, катедра МИО и бизнес), колеги изследователи и докторанти.

тавители на висшия мениджмънт с оглед на хипотезата, че именно това са респондентите, които са в състояние да дадат точна и обективна оценка на планирането на инвестицията, мотивите за инвестиране, интеграцията на местното поделение, факторите за успешна реализация на транзакцията и др. В хода на извършване на проучването – във връзка с определено затруднения достъп до широк кръг мениджъри на висши ръководни позиции, беше възприето ограничение, което разширява обхвата на анкетиранияте и с кадри от средния управленски състав на компаниите. Така в анкетиранията съвкупност от респонденти е налице приблизително равномерно разпределение между двете обособени подгрупи при лек превес на представителите на средното управленско ниво (53,6 %) спрямо представителите на висшия мениджърски състав (46,4 %). От друга страна, направеното разграничение допринесе за по-обективна оценка на приспособяването в хода на междуфирмената интеграция на чуждестранните мениджъри, от една страна, и местния среден управленски персонал, от друга.

Методи на изследване

Набирането на данни и интерпретирането на резултатите от анкетното проучване се основават на *качествени* и *количествени методи* на изследване. Качествените методи включват провеждане на неструктурирани интервюта с мениджъри, консултанти и изследователи с оглед апробиране и доказване на заложените хипотези, провеждане на структурирани интервюта по повод попълване на анкетни карти, както и изследване на отделни казуси (case studies) на осъществени трансгранични СuП в България.

Количествените методи се основават на извеждане на двумерни разпределения, на честотен анализ, на изследване на независими извадки по параметричен (T-test) и непараметричен критерий (Mann-Whitney Test), корелационен анализ, извършени с помощта на програмата SPSS 11.5.

Ограничения

По смисъла на изложеното по-горе във връзка с проучването бяха възприети редица ограничения като:

- идентифицирана съвкупност от около 60 нефинансови ТНК на база на типологична извадка;
- обхват на потенциалните респонденти, включващ висш мениджърски състав, допълнен в хода на проучването със средни управленски кадри.

С оглед на първоначално обособената група от фирми-респонденти и реално получения брой попълнени анкетни карти следва да бъде направена уговорка, че изследваната съвкупност съставлява *извадка по удобство*, включваща представители на висшия и средния мениджърски състав на приблизително 2/3 от фирмите от генералната съвкупност. В този смисъл проучването не претендира за

представителност и изчерпателност, а служи за извеждане на изводи и хипотези във връзка с поставените изследователски цел и задачи.⁶¹

При обработването на попълнените анкетни карти, както и при проведените неструктурирани интервюта в хода на изследването се очерта следващо ограничение. Немалка част от анкетираните предпочитаха да запазят анонимност, в това число да не бъде цитирано името на тяхната компания при обобщението на изследването. Впечатлението на изследователя е, че тази нагласа преобладава сред представители на средния мениджърски състав, което е донякъде обяснимо с оглед на техните правомощия, които не позволяват подобно решение, без съгласуване с висшестоящ. Над половината анкетирани (56,1 %) предпочетоха запазване на анонимност. Такава възможност беше предоставена на участниците в уводната част на предложената анкетна карта (при съответен ангажимент от страна на изследователя), съобразно съществуващата световна практика.

Не на последно място като ограничение следва да бъдат упоменати и трудностите при провеждане на проучването с оглед осигуряването на достатъчен брой попълнени анкетни карти от определената типологична извадка компании. По-малко от 20 % от попълнените карти бяха получени без да е необходимо полагане на допълнителни усилия (посредством лични контакти, препоръки, съдействие на трети лица). Това разтегли времевия обхват на изследването – от първоначално предвидените три месеца до над шест, и наложи посочените по-горе методологически ограничения относно извадка и прилагани методи на статистически анализ.

2.2. Обща информация за компаниите в проучването

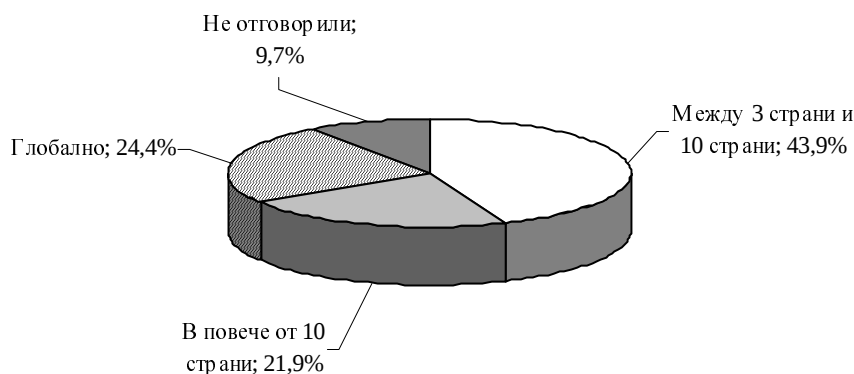
На първо място, анкетното проучване целеше да установи обхвата на операциите на съответния чуждестранен инвеститор на международните пазари с оглед основаването за определянето му като ТНК (посредством притежанието на собствени поделения в поне 2 различни страни). От друга страна, това щеше да позволи и открояването на големината на изследваните ТНК, осъществили придобивания или приватизация в страната (в т.ч. въз основа на приблизителни данни за техния консолидиран оборот).

Географски обхват

Според получените резултати близо 1/3 от анкетираните чуждестранни инвеститори декларират, че техните компании-майки оперират глобално чрез притежаваните от тях поделения. В изследваната извадка според оценката на респондентите такива са компании преди всичко от хранително-вкусовата индустрия (в т.ч. от сектора на пивопроизводство, захарните и шоколадовите изделия, млечни-

⁶¹ Сравнително ограничената извадка не позволява коректното използване на съответните статистически методи (анализ на независими извадки, извеждане на корелационни зависимости и др.). Поради това те ще бъдат сравнително ограничено прилагани (със съответно обяснение в бележки под линия) и с оглед доказване на определени хипотези.

те продукти),⁶² компания, придобила активи в телекомуникационния сектор, машиностроителни компании, както и от леката промишленост.^{63,64}



Фигура 2. Географски обхват на анкетираните компании (притежавани подразделения в съответен брой страни)

В повече от 10 страни, без да оперират глобално, подразделения притежават анкетираните компании от машиностроителния отрасъл, от леката промишленост (сектор текстил и облекло, както и дървообработване и мебелопроизводство). Подразделения в между 3 страни и 10 страни притежават телекомуникационна компания, компании от хранително-вкусовата и леката индустрия, както и компании от сектора на услугите (консултантски и др.). Приблизително всеки седемнадесети от анкетираните в извадката не е пожелал да се ангажира с конкретен отговор относно географската насоченост на неговата компания.

Консолидиран оборот на компанията-майка през 2004 г.

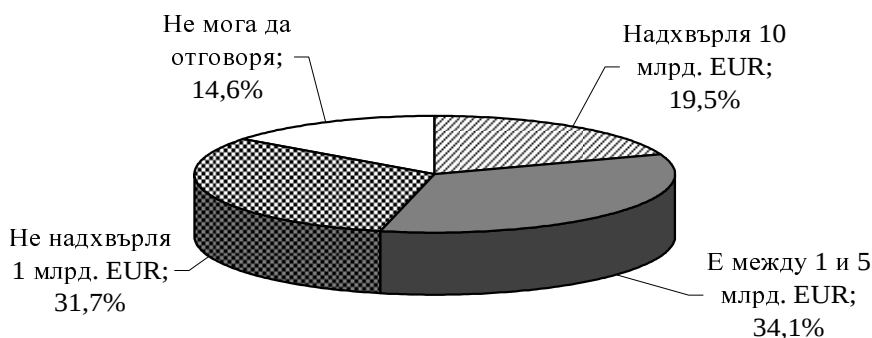
На следващо място проучването имаше за цел да получи приблизителни данни относно величината на консолидирания оборот на компанията-майка на съответния чуждестранен инвеститор за предходната година. Предложените прагове приоритетно изхождаха от хипотезата, че анкетираните са предимно малки ТНК или такива на начален етап на интернационализация на своята организационна структура (с оборот по-малък от 1 млрд. евро). От друга страна, и в съот-

⁶² С оглед получено съгласие от респондентите авторът би могъл да цитира компании като Groupe Danone (анкетиран представител от централата на компанията във Франция), Carlsberg Breweries S/A (директор Човешки ресурси в местното подразделение в България) и др.

⁶³ Miroglio S.P.A. (авторът се позовава на разрешение на изп. директор на компанията в България).

⁶⁴ Така изведената констатация се свързва с известно ограничение. Авторското впечатление е, че част от анкетираните са възприели формулировката на въпроса като обхват на задграничните операции, а не притежавани подразделения. От своя страна, вероятно това обяснява сравнително високия дял глобално ориентирани ТНК, систематизирани в настоящото изложение.

ветствие с новия регламент на Европейския съвет относно сливанията (*‘EC Merger Regulation’*), беше предложен праг от 5 млрд. евро консолидиран оборот.⁶⁵ Следващият праг (10 млрд. евро) беше обособен във връзка с класацията на UNCTAD относно 100-те най-големи нефинансови ТНК.⁶⁶



Фигура 3. Консолидиран оборот на компанията майка през 2004 г.

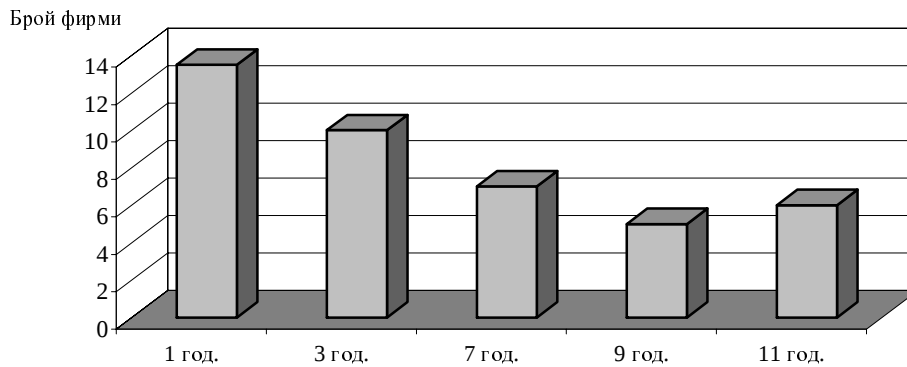
Според обобщените данни от изследването консолидираният оборот на компаниите-майки на преобладаващия брой анкетирувани фирми не надхвърля 5 млрд. евро. Същевременно 19,5 % от анкетираните са заявили, че оборотът на компанията инвеститор надхвърля 10 млрд. евро. При съпоставка с получените данни относно географския обхват на компаниите (приблизително 1/4 глобално ориентирани) е налице относително препокриване в деклариран пазарен мащаб на операциите и същевременно реализиран оборот (на фона на обема на продажбите на най-големите световни ТНК в цитирания доклад на UNCTAD). От друга страна, високият процент неотговорили (14,6 % от запитаните) показва резерв, който би могъл да съдържа обяснение за регистрираното относително несъответствие (глобален пазарен обхват – нисък оборот). Делът на отказалите да посочат данни за оборота на компанията (въпреки относително широко дефинираните цифрови рамки, непредполагащи конкретност) показва и сравнително силно нежелание за споделяне на конфиденциална фирмена информация (съответно считана за такава) или нейното непознаване.

⁶⁵ Council Regulation (EC) No 139/2004, от 20 януари 2004 г. Съгласно регламента (чл.1, (2) и (3) са установени прагове праг, при които се счита, че сливанията имат достатъчно голям обхват в рамките на Общността. От гледна точка на консолидирания оборот на компаниите установените прагове са два – над 2,5 млрд. евро и над 5 млрд. евро. За нуждите на настоящото проучване, както и с оглед на хипотезата на изследвателя за големината на анкетираните ТНК в извадката беше обособен праг под 1 млрд. евро, а следващия праг беше определен в рамките на 1 и 5 млрд. евро.

⁶⁶ Прегледът на класацията (*The world's top 100 non-financial TNCs, ranked by foreign assets*) за 2003 г. показва, че консолидираните продажби на преобладаващия брой включени в нея ТНК значително надхвърлят 10 млрд. долара. За удобство при настоящия анализ в случая прагът беше определен на 10 млрд. евро.

Опит в България

В анкетирания извадка преобладаващ е делът на фирмите с неколкогодишен опит в България (68,3 % от всички отговорили).

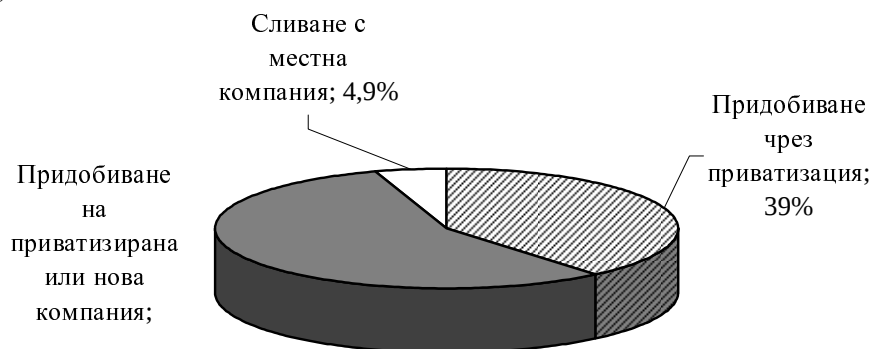


Фигура 4. Опит на чуждия инвеститор в България

Сред тях най-силно представени са фирмите, които имат между 3 и 7 години опит в България (съответно 10 и 7 фирми или около 41,5 % от обхванатата съвкупност). Приблизително 1/3 от анкетираните фирми (13 или 31,7 %) декларираят едногодишен опит в страната. Относително най-малък е делът на фирмите с по-дългогодишен престой в страната съответно 9 (около 12,2 % от отговорилите) и 11 години (14,6 %).

2.3. Вид на инвестицията в страната

Една от основните насоки на проучването беше да оцени вида на осъществена инвестиция от страна на анкетираните в страната. Преобладаващ е делът на тези, които са придобили новосформирана (след началото на икономическото реструктуриране от началото на 90-те) или вече приватизирана компания (56,1 %).



Фигура 5. Инвестиция в страната

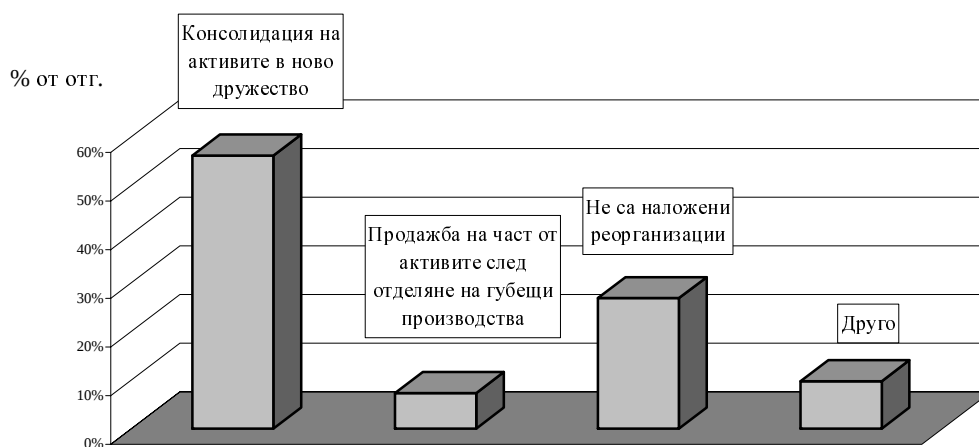
Относително голям е и дялът на осъществилите придобиване на мажоритарен дял чрез приватизация (39 %). Около 5 % от анкетираните заявяват, че е осъществено сливане с местна компания, при което чуждият инвеститор и неговият местен партньор се обединяват в нова компания.

Обобщените отговори показват точна насоченост към респондентите във връзка с обекта на настоящото изследване. Преобладава придобиването на частни компании (вливане в правен смисъл) каквито са сделките, осъществени от Carlsberg Breweries S/A в страната, сделки в телекомуникационния сектор („МобилТел“ АД), в хранително-вкусовата и леката (Miroglia) промишленост и др.

В допълнение в нарочно предвиден отворен въпрос част от респондентите правят ясно разграничение между придобиване на мажоритарен и стопроцентов дял (изтъкнат експлицитно от приблизително 5 % от респондентите). Други (12,2 %) изтъкват как сделките по придобиване (приватизиране) на местни предприятия са били съпътствани и от инвестиции на зелено.

2.4. Организационно-правно реструктуриране на предприятието

В контекста на предходното изложение е интересно да се проследи какъв е дялът на компаниите, осъществили допълнително преобразуване на придобитите (приватизирани) предприятия. Преобладаващ е дялът на фирмите (около 56 %), които са посочили извършването на консолидация на активите в ново дружество (в т.ч. преобразуване на съществуващото, по смисъла на въпроса в анкетата).

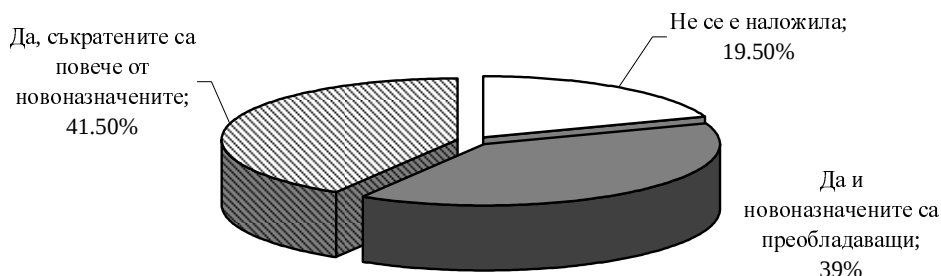


Фигура 6. Последващо реструктуриране на предприятието

Продажба на част от активите след отделянето на губещите производства е извършена в около 7,32 % от анкетираните компании. Посочили, че такава реорганизация не е извършена, достигат 26,8 %. В допълнителен отворен въпрос около 9 % от анкетираните са посочили друга форма на реорганизация и реструктуриране, свързани с назначаване на нов мениджмънт, управителни органи, съответно налагащи съдебна пререгистрация и др.

2.5. Промяна в числения състав на персонала

Приблизително еднакво е съотношението в отговорите по отношение на увеличение или намаление на персонала в придобитото българско поделение, вследствие на транзакцията (фиг. 7).



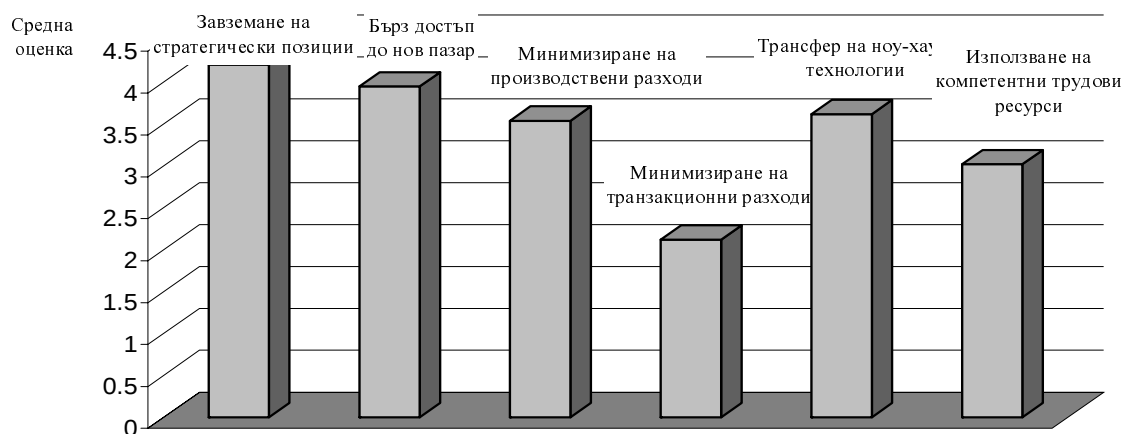
Фигура 7. Промяна в числения състав на персонала

За отбелязване е, че според 19,5 % от анкетираните не е извършена числена трансформация. Интерес представляват коментарите на предложенния въпрос от отделни респонденти в анкетирания извадка. Според представител на ТНК, придобила производствена компания в страната, преобладават съкратените в производството, за сметка на новоназначените в търговските отдели на компанията. Констатацията е показателна за повишената ефективност на производството, от една страна (по-добра производителност при по-малко работници), както и за налагането на маркетинговата функция като водещ елемент във фирмената дейност, от друга.

2.6. Мотиви за осъществяване на инвестицията

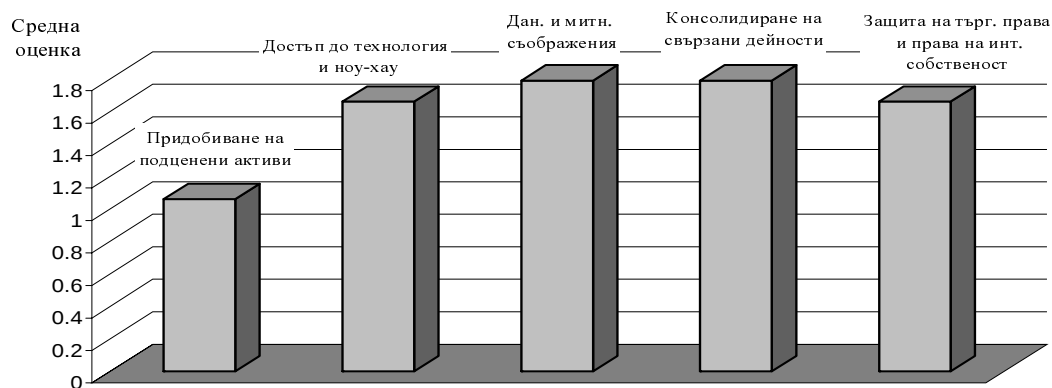
Един от акцентите на проучването бе да оцени основни мотиви за инвестиране в страната, да открие стратегически решения на анкетираните компании за навлизане на местния пазар. Според оценката на респондентите (предложена 5-степенна Ликертова скала) основни мотиви за осъществяване на инвестицията са – възможността за завземане на стратегически позиции на пазар с потенциал за бъдещо развитие (географска диверсификация), бързият достъп до нов пазар, трансферът на ноу-хау и технологии към местното поделение с цел подобряване на неговите конкурентни позиции, минимизиране на производствените разходи и др. Най-ниско оценявани са спекулативният мотив за инвестиране (придобиване на подценени активи), както и достъпът до специфична технология и ноу-хау, възможността за защита на права на интелектуална собственост, в т.ч. търговски марки⁶⁷ (фиг. 8.1. и фиг. 8.2.).

⁶⁷ За удобство при анализа мотивите са разделени на две групи съгласно средната оценка. В анкетната карта мотивите фигурират в един въпрос.



Фиг.8.1. Мотиви за осъществяване на инвестицията в страната
(по средна аритметична оценка > 2)

Сравнително изненадващ е относително невисокият приоритет, който анкетираните отдават на минимизирането на производствените разходи. Относително висока оценка получава и мотивът „използване на компетентни местни трудови ресурси“. Изненадващо висока оценка респондентите отдават на трансферирането на технологии и ноу-хау с цел осигуряване на конкурентни позиции на поделенията в България. Очевидно инвеститорите разглеждат възможността за притежаване на предприятие в страната като стратегически значим потенциал в структурата на компанията, който следва да бъде развиван.



Мотив	$\bar{x}$
7. Консолидиране на свързани дейности (вкл. обединяване на производства и поделения)	1,79
8. Данъчни и митнически съображения (преодоляване на митнически бариери, използване на местни данъчни преференции и др.)	1,79
9. Достъп до специфична технология и ноу-хау	1,66
10. По-добра и ефективна защита на търговски права и права на интелектуална собственост на компанията-майка	1,66
11. Придобиване на подценени активи	1,06

Фигура 8.2. Мотиви за осъществяване на инвестицията в страната
(по средна аритметична оценка < 2)

Във втората по значимост група мотиви впечатление прави относително ниската оценка на данъчните и митнически съображения (в т.ч. използването на местни данъчни преференции), както и възможността за организационна оптимизация посредством консолидиране на свързани дейности (в т.ч. обединяване на поделения и производства). Последният мотив получава изненадващо ниска оценка, тъй като често е изтъкван като водещ при СиП (преди всичко хоризонтални корпоративни консолидации). Очевидна е приоритетността на мотиви като заемане на пазарни позиции, осигуряване на добри конкурентни възможности на местното поделение пред стратегическото решение от страна на компанията инвеститор, свързано с консолидиране на дейности (предполагащо предислоциране на производства от едни страни в други, реструктуриране на поделения и др.).

Наличието на проучвания, изследващи мотивите за инвестиране в България или в региона на ЦИЕ, позволяват сравнение и апробиране на регистрираните резултати от настоящото изследване. Проведено през 2002 г. изследване⁶⁸ изтъква сходни резултати при сравнение на определящите мотиви за навлизане на чуждите инвеститори в страната, респективно – заемане на пазарни позиции в стра-

⁶⁸ Минчев, В., Гоев, В., Илиев, П., Бошнаков, В., Атанасов, А., “Европейските преки инвестиции и развитието на междуфирмените отношения в България”, сп. “Статистика”, бр. 2, 2002 г., стр. 34-55. (Проведено извадково статистическо изследване сред европейските инвеститори в периода юни-юли 2001 г.).

ната, дългосрочна стратегия за навлизане на пазарите на ЦИЕ (донякъде препокриващ се с предходния мотив), икономия на производствени разходи (таблица 1.).

Таблица 1

Причини за навлизането на чужди компании в България

Определящи причини за инвестиране	Да	Не	Неотговорили
1. Заемане на пазарни позиции в България	90,8 %	6,9 %	2,3 %
2. Дългосрочна стратегия за навлизане в страните от ЦИЕ	80,8 %	9,6 %	9,6 %
3. Икономия на производствени разходи	52,6 %	35,5 %	11,8 %
4. Наличие на сериозна конкуренция на традиционните пазари	26,4 %	56,9 %	16,7 %

Източник: Извадково статистическо изследване, сп. „Статистика“, бр. 2, 2002 г.

Въпреки относително различната формулировка на предложените отговори в двете проучвания, както и различията в методологията на изследване,⁶⁹ е очевидно сходството в изтъкваната приоритетност на основните мотиви за инвестиране в страната. При третия по значимост фактор в цитираното от 2002 г. проучване (икономията на производствени разходи) е налице известно разминаване с настоящото изследване, което определя осигуряването на конкурентни позиции на поделението в страната като мотив с по-голяма тежест.⁷⁰ На въпрос в цитираното от 2002 г. изследване, отнасящ се до „факторите с положително и отрицателно влияние“ върху решението на чуждия инвеститор за идване в България⁷¹, запитаните изтъкват заплащането на труда (84 % отговорили с „да“), образователното равнище на населението (79 %), конкурентните цени на суровините (65 %), географското положение на България (63 %), възможностите за износ (45 %).⁷² В така обособените отговори, съответно отчитане на възможните повторения с предишните отговори (заемане на пазарни позиции, минимизиране на производствени разходи), е очевидно друго сходство с настоящото проучване. Такива са водещите съображения за използване на компетентни местни трудови ресурси ($\bar{x} = 3,02$, пети по значимост мотив), съответно образователният ценз (сред петте водещи фактори за инвестиране в България в проучването от 2002 г.).

В друго проучване от последните години, популяризирано от „Делойт България“ ЕООД⁷³, като основни мотиви за навлизане на чужди инвеститори в ново-

⁶⁹ Проучването от 2002 г. насочва вниманието си към европейски инвеститори в страната (обхванати 94 единици).

⁷⁰ В обобщението на проучването от 2002 г. не са посочени други мотиви освен горните три.

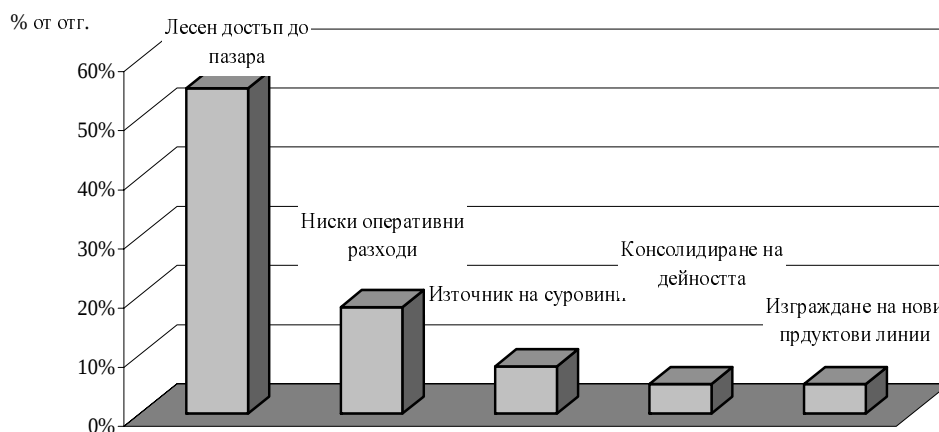
⁷¹ Авторът на настоящото изследване открива определено сходство в така направената формулировка с мотивите (причините) за инвестиране.

⁷² Минчев, В., Гоев и кол., Цит. съч, 2002 г., стр. 42-43.

⁷³ В доклад на тема „Анализ на инвестиционната международна среда и възможностите за привличане на преки чуждестранни инвестиции в Р България“, „Делойт България“ ЕООД, 13 юни 2005 г. Посочен източник: МИГА със съдействието на Deloitte&Touche LLP.

възникващите пазари (страните от ЦИЕ, в т.ч. България) се изтъкват лесният достъп до пазара и стратегическите възможности, които той предлага в бъдеще, възможността за снижаване на оперативните разходи, консолидирането на дейности, изграждането на нови продуктови линии (Фиг.9.), подобряването на производствените възможности, изграждането на нови технологии, лесният достъп до работна сила, минимизирането на риска и др. (посочените мотиви са изброени в низходящ ред, така, както се подредени в цитираното проучване на Deloitte).

Последното цитирано проучване още веднъж потвърждава изведената приоритетност на мотивите за инвестиране в страни от региона – съображенията, свързани с пазарен достъп, минимизиране на производствени разходи, технологични и производствени мотиви. За отбелязване са и известни разлики, свързани с мотива „консолидиране на дейности“ (по-силен приоритет в проучването на „Делойт“), вероятно дължащи се и на методологични особености (различна формулировка на въпроси, различен обхват и извадка).



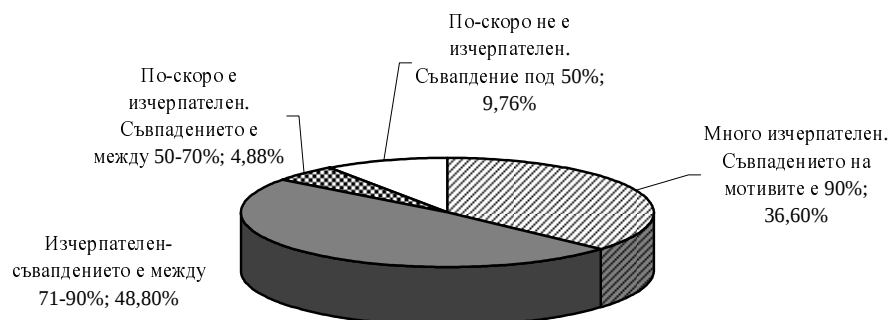
Фигура 9. Основни мотиви за инвестиране в развиващите се пазари⁷⁴

Направеният сравнителен преглед със сходни проучвания, съответно изведените съвпадения са показателни, въпреки относително ограничената извадка на настоящото изследване. От една страна, приоритетността на подреждане на мотивите за инвестиране, която не се отличава със съществени разлики, косвено доказва валидността на изведените хипотези в настоящото изследване. От друга, определя неговия принос в извеждане и конкретизиране на допълнителни фактори, обуславящи стратегически решения за осъществяване на преки капиталовложения в страната. В подкрепа на това твърдение биха могли да бъдат изтъкнати резултатите, обобщаващи отговорите на въпроса доколко предложеният

Нови хоризонти: Инвестиции на мултинационалните компании в развиващите се страни през 2003 г.

⁷⁴ Източник: „Делойт България“ ЕООД, юни 2005 г. Доклад: „Анализ на инвестиционната международна среда и възможностите за привличане на преки чуждестранни инвестиции в Р.България“, РРТ презентация.

списък с мотиви в настоящото проучване е изчерпателен от гледна точка на анкетираните представители на чужди инвеститори (Фиг. 10.).



Фигура 10. Изчерпателност на предложения списък с мотиви

Според близо 80 % от анкетираните предложеният списък е твърде изчерпателен (съвпадение с мотивите на собствената им компания над 90 % и над 70 %). Тези, които констатираят съвпадение под 50 %, съставляват по-малко от 10 % от респондентите в проучването.

2.7. Стратегическа свързаност на инвестицията в България

Съгласно изведените теоретично хипотези една от съществените предпоставки за успеха на транзакциите по СиП е тяхната релевантна стратегическа насоченост. Множество са цитираните изследвания (Китчинг, 1974; Румелт, 1974; Фаулър и Шмидт, 1989), които изтъкват необходимостта от предприемане на *свързани сливания и придобивания* между фирми с еднакъв или близък предмет на дейност (в по-общ план между компании от един и същ отрасъл или сходна икономическа сфера). В тази връзка в рамките на настоящото проучване бе интересно да се проследи свързаността на сделките по трансгранична корпоративна консолидация в България въз основа на качествената оценка на анкетираните. Според над 3/4 (75,6 %) от анкетираните специализацията на българското поделение (в т.ч. приватизирано или придобито предприятие) отговаря на тази на фирмата-майка. Останалата част от запитаните (24,4 %) заявяват, че местното предприятие е в друга сфера на дейност, която диверсифицира портфолиото на компанията-майка. За отбелязване е, че няма отговорили (въпреки предложената подобна възможност в анкетата), според които специализацията на поделението отговаря само отчасти на тази на компанията собственик, в качеството му на подготвачик на определени компоненти за крайната продукция на компанията-майка.

Получените отговори биха могли да бъдат сравнени със специализацията на фирмите в извадката на ТНК, осъществили придобивания посредством приватизация в страната.⁷⁵ Според направените изчисления свързани придобивания са на-

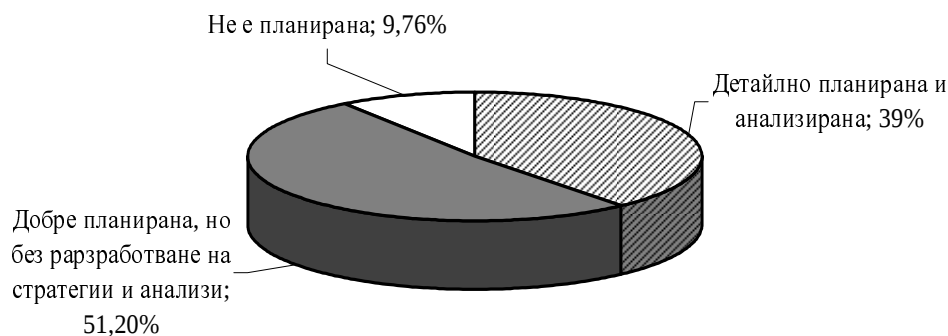
⁷⁵ Именно те определят основна част от извадката на настоящото проучване, отчитайки липсата на точна систематизация на трансграничните придобивания на частни компании в България.

лице в 86 % от случаите (5 от общо 36 сделки). Ако се отчетат известни ограничения при извеждане на това съотношение⁷⁶, полученият резултат би могъл да бъде счетен за сходен с този в настоящото анкетно проучване.

2.8. Планиране на инвестицията в България

Според направеното теоретично изложение една от основните предпоставки за успешна транзакция е нейното детайлно планиране. От гледна точка на процесния подход спрямо СиП е целесъобразно декомпозирането на процеса, водещ до сливане и/или придобиване на ясно обособени етапи с акцент върху подготовката на сделката и междуфирмената интеграция. В този смисъл внимателният анализ на всяка стъпка от гледна точка на стратегическата перспектива на транзакцията допринася за нейния успешен край. Именно в тази връзка в теоретичен план се обособява необходимост от своеобразно стратегическо планиране във връзка със СиП, основаващо се на съответно дефинирани стратегически цели, стратегическа и финансова оценка (в т.ч. *due diligence* анализ), адекватна подготовка за преговори, оценка на потенциалните ефекти от сделката.

В този план е интересно да се проследи нивото на планиране сред анкетираните представители на съответните чужди инвеститори, осъществили трансгранични придобивания/сливания в страната. Според преобладаващия брой запитани транзакциите по-скоро са били добре планирани (фиг.11.).



Фигура 11. Планиране на инвестицията в страната

⁷⁶ С известна условност обособените 5 сделки биха могли да бъдат разширени или сведени до по-малко в зависимост от основната специализация на компанията майка или последващото реструктуриране. Петте сделки са: БТК, Amylum(Tate&Lyle) – “Царевични продукти”, 2 сделки на DAEWOO за “Шератон” и “Интерпрег”, “Асарел – Megem” – Voest Alpine. Ако в тази група се добави и сделката Елпром Трафо – Hyundai Group, съотношението става 73,4 % свързани придобивания.

Около 1/10 от запитаните посочват, че инвестицията по-скоро не е била планирана. Приблизително 39 % от анкетираните изтъкват осъществено детайлно планиране на транзакцията, в т.ч. разработване на конкретна стратегия, анализ на местните условия, подготовка за водене на преговори и др.

Очевидно, според получените отговори, преобладава делът на анкетираните представители на преки чуждестранни инвеститори, които споделят, че транзакцията в страната по-скоро не е била поставяна в контекст на детайлизирано стратегическо планиране. Според изведената констатация инвеститорите по-скоро следват адаптивни стратегии в хода на подготовка и реализация на сделки по трансгранични СuП в годините на преход и в периода, предхождащ присъединяването на България към ЕС. Това би могло да бъде обяснено с динамичните промени в обкръжението, в т.ч. законодателни промени, политическа и икономическа нестабилност до втората половина на 90-те, естеството на икономически реформи и реструктуриране (в редица случаи първоначалното намерение на инвеститора да придобие активи на местно предприятие среща множество трудности, които го насочват към инвестиране „на зелено“)⁷⁷ и др. В този смисъл планирането на трансграничните СuП във времеви план на реализиране на изследваните транзакции в страната трудно може да бъде еднозначно поставено в стратегически контекст.

Следва да се направи уговорката, че в немалко случаи от практиката от последните години инвеститорите прибегват и до детайлизирано планиране (потвърждение за това е сравнително високият дял на отговорилите относно подготовка на сделката чрез разработване на стратегия). По оценка на консултантите в повечето случаи западният инвеститор прави детайлна инвестиционна оценка на българското предприятие, към което има интерес. При необходимост провежда съответен *due diligence* анализ или оценка, която е нужна от гл.т. на практиката на инвеститора (съответна оценка на активи, дисконтиране на парични потоци по методология на инвеститора, определяне на счетоводна и финансова ефективност на местното предприятие, но съобразно западни стандарти, оценка на алтернативни проекти и др.). По този начин в редица случаи инвеститорът се запознава в детайли с възможностите за инвестиции, в т.ч. намира съответни празноти (или „вратички“ в законодателството),⁷⁸ които му позволяват осъществяване на сделката в негов интерес. Потвърждение за това например са описаните сделки на предходните страници, при които се избягват ограниченията на Закона за приватизация (придобиването на „Астика“ АД и на „Плевенско пиво“ ООД от белгийската Interbrew и др.). Същевременно подробната инвестиционна оценка не предполага непременно детайлизирано планиране на цялостния процес (в т.ч. подготовка за преговори, оценка на културна и организационна съвместимост и др.).

⁷⁷ В неструктурирани интервюта с консултантите и представители на чуждестранни инвеститори в страната по повод на настоящото изследване беше споделен подобен опит на западен инвеститор в областта на машиностроенето, пожелал да запази анонимност.

⁷⁸ Мнение, споделено от счетоводен консултант с опит в сделки по придобиване на местни предприятия. Според споделена оценка на друг консултант в областта на управлението, в хода на текуща подготовка за инвестиране в България от страна на западна *'blue chip'* компания инвеститорът осъществява задълбочено и педантично планиране и анализ на всички потенциални възможности, който до момента продължава повече от 1 година.

От гледна точка на проведеното анкетно проучване е интересно да се проследят разликите в отговорите на обособени подгрупи от респонденти. Според получените резултати може да се отчете, че представителите на глобално опериращите ТНК отдават по-нисък приоритет на детайлното стратегическо планиране в сравнение с анкетираните служители на по-малки мултинационални компании в страната. Така в подгрупата на глобално ориентирани ТНК преобладава делът (65,8 % от отговорите) на тези, които заявяват, че е било осъществено планиране, но без детайлно разработена стратегия (срещу приблизително 28 %, изтъкнали на преден план стратегическото планиране и разработен план за действие). От друга страна, в подгрупата на ТНК, опериращи на по-малък брой пазари, преобладава делът на отговорите за проведена транзакция в резултат на детайлизирана стратегия (65,7 % срещу 24,8 %, отдаващи приоритет на сравнително добро планиране).⁷⁹

Посочената зависимост, макар и изразена с двумерни разпределения, очертава интересен извод от практиката на изследваните трансгранични СиП в България. Би могло да се посочи, че глобално-ориентирани ТНК, осъществили придобивания в страната, са по-малко склонни да планират в детайли инвестицията си. Вероятно величината на глобалните компании, предлагането на еднакъв продукт (компаниите в хранително-вкусовата индустрия), специфичните стратегии на навлизане (напр. Heineken придобива „Загорка“, като учредява смесено дружество с Coca Cola Hellenic Bottling Company – компания, която предполагаемо познава добре региона) им позволяват да планират по-слабо инвестициите си в страната. От друга страна, по-малките по размер МНК, част от тях на начален етап на интернационализация на своите организационни структури, планират в детайли с оглед минимизиране на риска от неуспех на транзакцията, съответно свързан със загуба на ресурси, време и пазари. Очертаният извод би следвало да бъде проверен в по-широка изследвана извадка.

2.9. Процес на интеграция при придобиване в страната

Според изведените теоретично хипотези, управленската теория на сливанията от втората половина на 80-те години на XX в. изтъква решителната роля на интеграционния етап в хода на осъществяване на сделки по корпоративна консолидация. Теоретичните изследвания насочват вниманието към анализ на процеса на интеграция, неговото управление и контрол. В теоретичен план посочените хипотези се свързват с процесния подход към СиП и във връзка със съответно обособени модели на интеграция⁸⁰ (Джеймисън и Хаспеслагх, 1991; Мекл, 2004). По

⁷⁹ Посочената зависимост освен с двумерни разпределения би могла да бъде изразена и чрез корелационна връзка. Хи-квадрат (Chi-square) анализът в програма SPSS показва наличие на такава между двете изследвани променливи в случая (величина на компанията и планиране на инвестицията). Нивото на значимост (Exact Sig. (2 sided) = 0,002) е по-малко от размера на грешката 0,05 и показва, че има статистически значима връзка. Приложението на посочения статистически метод се прави с известна уговорка поради сравнително ограничени обем на извадката в проучването.

⁸⁰ Съответно – модели на *абсорбция*, на *симбиоза*, на *запазена автономност*, разгледани от Джеймисън и Хаспеслагх.

този начин в практикоприложен аспект внимание се обръща на сложността, рисковете и несигурността при СиП, необходимостта от справяне с множество предизвикателства във връзка с консолидирането на компаниите в рамките на единна стопанска структура. От друга страна, от гледна точка на осъществяване на трансгранична бизнес комбинация, определяща е ролята и на културната съвместимост между компаниите (в т.ч. национални културни особености), в общ план и на организационно-поведенските фактори (въздействието върху човешките ресурси, управлението на кризите и др.).

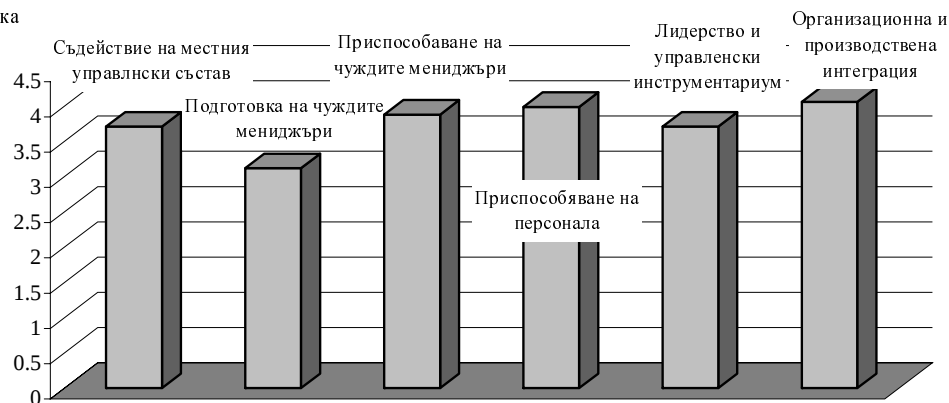
Не на последно място в контекста на теоретичните публикации, изследващи притока на ПЧИ и икономическото реструктуриране в годините на преход в Централна и Източна Европа, междуетапенната интеграция при СиП би могла да бъде анализирана и в две групи плоскости. От една страна, във връзка с налагането на определени технологични решения, предприемачески и управленски компетенции от страна на външния инвеститор (Козум и Макдермот, 2001; Бък, 2003), а от друга, по повод необходимостта от зачитане на потенциала и възможностите на местните партньори (Вашьо, 2000).

Според проведеното анкетно проучване основни фактори за успешна междуетапна интеграция с местното поделение (подредени по средна аритметична оценка в предложената 5-балова Ликертова скала) са:

- организационната и производствена интеграция на местното поделение в цялостната структура на компанията инвеститор;
- приспособяването на местния персонал към новите собственици;
- както и приспособяването на чуждите мениджъри към местната бизнес среда и културни особености (фиг. 12).

Очевидно, според получените отговори, анкетираните изтъкват на преден план икономически предпоставки за интегриране на поделението – неговата производствена и организационна съвместимост, съответно свързаните с това промени и реструктуриране. Производствената интеграция се свързва и със съответна специализация на българското поделение в структурата на съответната мултинационална компания. На примера на изследваните компании в извадката интерес, от организационно-управленска гледна точка, представлява структурата компании от леката промишленост (текстилният конгломерат Miroglio S.P.A. и съответно – мястото на българското поделение в нея), от пивоварната („Каменица“ АД в структурата на InBev, „Карлсберг България“ АД в структурата на Carlsberg Breweries) и др. Посочените примери показват стратегическата производствена или пазарна значимост на българските поделения в структурата на разглежданите ТНК, в потвърждение на което е извършеното реструктуриране на компаниите чрез допълнително консолидиране и оптимизиране на фирмената дейност.

Средна оценка



Фактор	$\bar{x}$
1. Организационна и производствена интеграция на местното поделение в структурата на компанията инвеститор	4,06
2. Приспособяване на местния персонал към новите собственици	3,99
3. Приспособяване на място на чуждите мениджъри към местната бизнес среда и културни особености	3,88
4. Съдействие от страна на местния (българския) упр. състав на компанията	3,71
5. Лидерство и прилагане на съответен управленски инструментариум от страна на новите мениджъри	3,71
6. Адекватна предварителна подготовка на чуждестранните мениджъри (експатриати)	3,12

Фигура 12. Фактори за успешна интеграция на поделението в България

Като следваща по значимост група фактори за успешна интеграция анкетираните са посочили културно обусловени и организационно поведенчески фактори, каквито са приспособяването на местния персонал към новите собственици ($\bar{x} = 3,99$), от една страна, и приспособяването на чуждите мениджъри към местната бизнес среда и особености ($\bar{x} = 3,88$), от друга. Очевидно, според анкетираните, по-скоро определящи при интеграцията са организационно-икономическите съображения, за които стана дума по-горе, както и приспособяването на местния персонал към чуждите собственици⁸¹ (въпреки относително ниските разлики в

⁸¹ Донякъде изведените отговори са и признак за своеобразен етноцентричен подход на налагане на културата на инвеститора.

оценките). Посочените резултати частично⁸² потвърждават хипотезите за налагане на определени технологични решения, управленски стил и практики от страна на чуждия инвеститор над местните поделения в условията на икономическо реструктуриране, в отличие от съображенията, изтъквани във връзка с процесния подход, който изисква внимателен анализ и приспособяване съобразно специфичните особености.

В потвърждение на последната изказана хипотеза е и относително ниската оценка, която анкетираните отдават на необходимостта от адекватна предварителна подготовка на чуждите мениджъри, които предстои да бъдат назначени в страната ($\bar{x}=3,12$), както и умерено високата оценка ($\bar{x}=3,71$) относно необходимостта местният управленски състав да съдейства за успешната интеграция на компаниите. Същевременно лидерството и прилагането на съответен управленски инструментариум, който да подпомогне процеса на интеграция, се оценява относително по-ниско ($\bar{x}=3,71$) от необходимостта от приспособяване на местния персонал към чуждите собственици ($\bar{x}=3,99$).

Интеграция според големината на ТНК

В процеса на обработка на анкетата се очертаха интересни разлики според обособените подгрупи респонденти. Тези, които биха могли да бъдат открити, са статистически значимите разлики в отговорите на представителите на глобално ориентирани ТНК, от една страна, и останалите ТНК, от друга (табл. 2.).

Таблица 2

Фактори за успешна интеграция според вида на ТНК

Фактор/ оценка според $\bar{x}$	Глобална ТНК $\bar{x}$	Друга ТНК $\bar{x}$	Значимост ⁸³ (significance)
1	2	3	4
1. Съдействието от страна на местния управленски състав на компанията	3,29	4,73	Sig. (2-tailed)=0,015
2. Предварителна подготовка на чуждестранните мениджъри	3,07	3,00	Sig. (2-tailed)=0,851
3. Приспособяване на чуждите мениджъри към местната бизнес среда	4,43	2,55	Sig. (2-tailed)=0,001

⁸² “Частичното” потвърждение се основава на относително малката извадка на изследването. Тази хипотеза би следвало да бъде апробирана в по-широкообхватно анкетно проучване.

⁸³ Нормалното разпределение в отговорите позволява използването на параметричен критерий за оценка (T-test). Статистически значимата разлика в отговорите на двете обособени подгрупи е показана от равнището на значимост Sig. (2-tailed), по-малко от 0,05. Това ни дава право с 95 % гаранционна вероятност да твърдим, че има статистически значима разлика в отговорите на тези въпроси на глобалните и мултинационалните компании.

Продължение

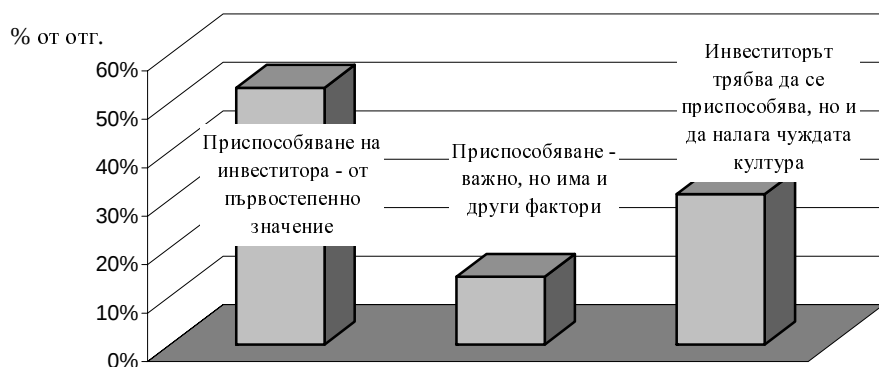
1	2	3	4
4. Приспособяване на местния персонал към новите собственици	3,64	4,45	Sig. (2-tailed)=0,084
5. Лидерство и прилагане на съответен управленски инструментариум	3,71	3,45	Sig. (2-tailed)=0,704
6. Организационна и производствена интеграция на местното поделение	4,27	3,82	Sig. (2-tailed)=0,298

Източник: Резултати от проведено анкетно проучване

Необходимостта от приспособяване на чуждите мениджъри към местната бизнес среда се оценява значително по-високо от представителите на глобално опериращите ТНК, обхванати в анкетата. Очевидно по-големият международен опит на този тип компании допринася за това те да разглеждат приспособяването на чуждите мениджъри като основен фактор за успешна транзакция и респективно корпоративна интеграция. От друга страна, ТНК, декларирали по-малък обхват на своите задгранични операции, оценяват значително по-високо значението на помощта от страна на местния управленски персонал на компанията (българските представители). По отношение на другите отговори на въпроса не се забелязват статистически значими разлики.

Приспособяване на инвеститора

В посочения контекст интерес представляваше оценката на анкетираните в допълнително предложен въпрос относно приспособяването на инвеститора към местната бизнес среда и култура в хода на интеграцията като предпоставка за успех на инвестицията (фиг. 13). За отбелязване е, че нито един от анкетираните не е избрал провокативно предложенния отговор на този въпрос, който изтъкваше, че няма необходимост от приспособяване на инвеститора, а той трябва да наложи културата на компанията майка върху местното поделение (Вж. приложената анкетна карта). Същевременно получените резултати отново не са еднозначни.



Фигура 13. Приспособяване на чуждия инвеститор като предпоставка за успех на транзакцията

Според преобладаващия брой анкетирувани (53 %) приспособяването на инвеститора и вникването в местните условия е определящо. Същевременно според 31 % от респондентите инвеститорът следва да се стреми както да се приспособи, така и да предава културата на фирмата-майка. Според 14 % приспособяването е важно, но съществуват редица други фактори, които имат приоритет.

Обработката на анкетата показва, че като цяло глобалните ТНК отдават предпочитание на отговора, предполагащ приоритетно приспособяване на инвеститора към местната среда (доказано и в отговора на предходния въпрос), докато по-малките ТНК отдават относително силно предпочитание и на другите две предложени възможности (без да са налице статистически значими разлики). Друго различие, което би могло да бъде обособено, е между отговорите на представителите на висшия мениджърски състав, от една страна, и на средния, от друга.⁸⁴ Относително малкият обем на извадката не позволява извеждането на категорично потвърден статистически извод. В тази връзка бяха проведени допълнителни неструктурирани интервюта с необхванати от проучването служители, заемащи различни йерархични длъжности в сравнение с първоначално анкетираните.⁸⁵ Общото впечатление, споделяно от представители на средния мениджмънт, е, че практически те са звеното, което се приспособява към управленския стил и изискванията на чуждия мениджмънт. Именно това е определящо от тяхна гледна точка, а не обратното. Приспособяването се свързва с множество административни и технически изисквания (в т.ч. софтуерни програми, формуляри, отчети, показатели и др.), които следва бързо да бъдат овладяни от местния персонал. От друга страна, представителите на чуждия мениджмънт разглеждат своето приспособяване по-скоро в межкултурен контекст – като опит за възприемане и разбиране на съответни навици, нагласи, етични принципи в работата (напр. в неструктурирано интервю немски инвеститор в областта на леката промишленост изрази отношение към лоялността на своите служители, въпреки предлаганото им материално стимулиране и регламентирано изплащане възнаграждения).

Във връзка с предходното изложение би могъл да бъде направен извод относно нееднозначните оценки и получени отговори. Впечатлението на изследователя въз основа на проведени качествени методи на изследване, без тази зависимост да е потвърдена статистически, е определящата нагласа за приспособяване към изискванията на чуждия инвеститор от страна на местния персонал (в т.ч. среден мениджърски и изпълнителски състав). Това дава основание на изследователя

⁸⁴ Нормалното разпределение в отговорите на двете обособени групи отново предполага използване на параметричен критерий (T-test), според който е налице статистически значима разлика Sig. (2 tailed) = 0,001, при $\bar{x} = 2,80$ (висш мениджмънт) и $\bar{x} = 1,43$ (среден мениджмънт) при избора на отговор, отнасящ се до приоритетно приспособяване на инвеститора.

⁸⁵ Главно представители на средния мениджърски състав, както и на отделни служители от изпълнителския състав на съответната компания. За удобство изследователят приема възприетото разграничение в анкетното проучване между висш и среден мениджърски състав.

да заключи, че в българската практика на трансгранични придобивания определящ модел на интеграция е този на *абсорбция* (въз основа на откритите теоретични модели на интеграция), характеризира се с реорганизация на дейности и унифициране на управленски практики, съобразно доминиращата роля на придобиващата компания (чуждестранният инвеститор). В практикоприложен аспект моделът изисква изграждането на нова визия и идентичност от страна на придобиващата компания при координация и направляване процеса на консолидация, отчитане и съответните национални и корпоративни културни различия, при обособяване на добри практики и положителни ефекти в хода на интеграция (Джеймисън и Хаспеслагх, 1991).

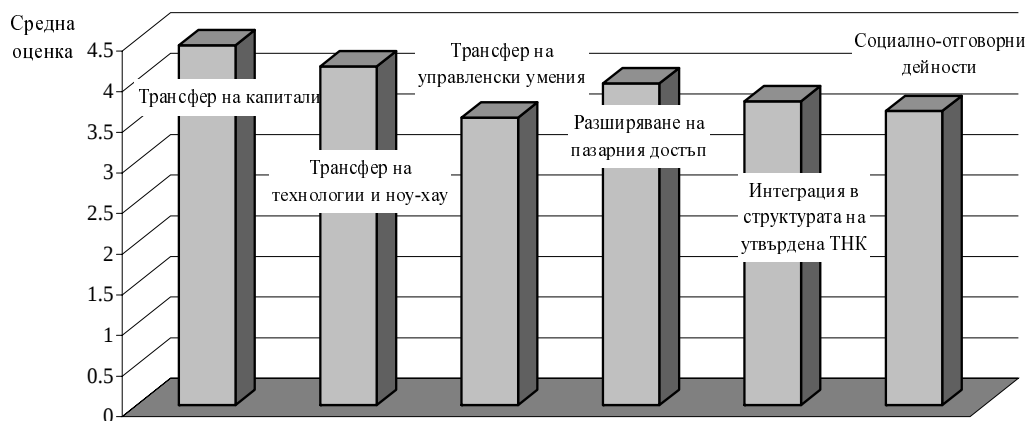
2.10. Принос на инвеститора

В теоретичен план са добре познати тезите относно това как преките чужди инвестиции допринасят за приток на нови технологии и управленски умения (Христова-Балканска, 2003), за интегрирането на местните компании в регионалните стратегии на МНК посредством извършваните от тях придобивания и инвестиции „на зелено“ (Венар, 2001), как служат като най-добра възможност, осигуряваща достъп до международните пазари или в най-лошия случай – шанс за оцеляване в пазарните условия (Рише, 2001).

Именно във връзка с гореизложеното един от акцентите на анкетното проучване бе да изведе приноса на преките инвеститори за придобитото (приватизирано) предприятие в страната. Опит за това ще бъде направен въз основа на качествената оценка на анкетиранията лица в извадката.⁸⁶

Според получените отговори на респондентите те отчетливо разглеждат своя главен принос (по-точно приноса на техните компании) като трансфер на капиталови потоци (инвестиции) в страната. На следващо място запитаните поставят трансфера на технологии и ноу-хау, както и възможността за разширяване на пазарния достъп на местното поделение. Подредбата на получените отговори потвърждава валидността на по-горе изложените хипотези. Такава е и оценката относно възможността за интеграция на местното поделение в структурата на утвърдена ТНК (фиг. 14).

⁸⁶ Качествената оценка е обусловена от липсата на достатъчно систематизирани количествени показатели за трансграничните СuП в страната. Подобна статистика съществува единствено за извършените приватизационни сделки (на АП, цитирана в настоящия анализ и в приложение), която включва данни за договорени плащания, поети задължения и договорени инвестиции. Тя обаче не е достатъчна за цялостна оценка във връзка с дефинирания предмет и обект на настоящото изследване.



Фактори	$\bar{x}$
1. Трансфер на капитали (инвестиции) в страната	4,43
2. Трансфер на нови технологии и ноу-хау	4,17
3. Възможност за достъп до нови клиенти и разширяване на пазарния достъп на местното поделение	3,96
4. Бърза интеграция на местното поделение в структурата на утвърдена многонационална компания	3,74
5. Социално-отговорни дейности и програми в полза на обществото	3,62
6. Трансфер на управленски компетенции и умения	3,54

Фигура 14. Принос на инвеститора в страната (по средна аритметична оценка)

За отбелязване е относително ниската средна оценка, в сравнение с останалите, относно трансфера на управленски компетенции и умения ($\bar{x} = 3,54$). В известен смисъл тя противоречи на теоретично изведените хипотези относно приоритетността на този фактор в процеса на привличане на чуждестранни инвестиции. Следва да бъде упоменато, че именно тук се забелязва и статистическа значима разлика в отговорите на представителите на глобалните ТНК, от една страна, и на тези, опериращи в по-ограничен географски обхват, от друга.⁸⁷ Глобалните ТНК, инвестирали в България, отдават по-ниско значение на трансфера на управленски компетенции и умения ($\bar{x} = 3,07$) в сравнение с представителите на другите ТНК ($\bar{x} = 4,55$). Обяснението на този резултат е логично – глобалната компания разчита на глобален тип ръководител, съответни глобални управленски умения и компетенции, за разлика от по-малките МНК, които залагат на приспособяване към отделния пазар, съответно придобиването и усвояването на определен набор знания и способности. Като цяло относително ниската оценка на последния посочен фактор доказва очертава се хипотеза в хода на изследването

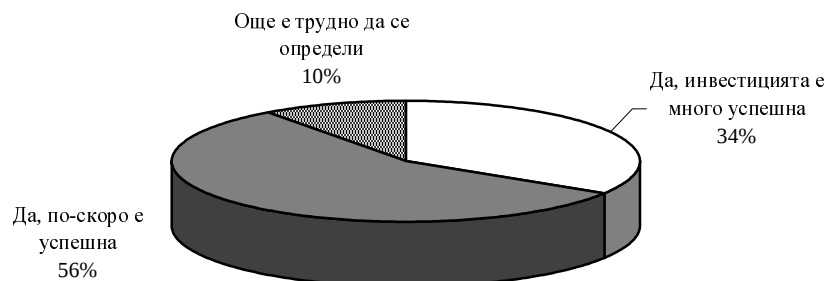
⁸⁷ Нормалното разпределение на променливите позволява използването на параметричен критерий (T-test). Според получените резултати статистически значимата разлика е Sig. (2-tailed)=0,000.

(при проведени неструктурирани интервюта и първоначална обработка на въпросника), според която налагането/трансферирането на определен набор от управленски компетенции не е определящо за успеха на инвестицията. Определящо е по-скоро двустранното сътрудничество и опознаване на специфики в работата, принципи, нагласи, професионални умения между чуждия инвеститор, от една страна, и неговите български партньори, от друга.⁸⁸

2.11. Успех на инвестицията в страната

В контекста на предходното изложение бе проследена гледната точка на анкетираните чужди инвеститори относно приноса им за придобитите предприятия в страната. Този план на анализ следва да бъде продължен и със съответна оценка относно резултатите (ефективността) на инвестицията. Както беше показано от настоящото изследване, трудно е извеждането на резултати, които не могат да се позоват на съответни систематизирани количествени показатели. Единици са публичните компании в изследваната извадка, собственост на чуждестранни инвеститори, които съгласно българското законодателство са задължени да публикуват периодични счетоводни отчети. Трудно достъпни са и обобщените данни, съдържащи информация относно оборот, финансов резултат, пазари и пазарен дял. В повечето случаи става дума за конфиденциална фирмена информация. Там, където информацията е налична, тя е ограничена до определени дружества или пазарни сегменти, без да позволява формиране на динамичен ред от данни, с помощта на които да бъде оценена ефективността на инвестицията в страната. В тази връзка настоящото проучване прави опит за извеждане на качествена оценка на анкетираните чуждестранни инвеститори относно успешността на осъществените от тях трансгранични бизнес комбинации в България.

⁸⁸ Подобна хипотеза беше очертана по време на престоя на изследователя в във Франция по линия на докторантска мобилност по програма ERASMUS на ЕС. В дискусии с приемания професор по програмата – Пиер Гарело от Centre d'Analyse Economique, Université Paul Cézanne – Aix-Marseille III, изследователят беше склонен да застъпва тезата относно решителния принос на трансферираните управленски умения от страна на западните инвеститори в годините на преход в България, в т.ч. умения за стратегическо планиране, маркетингова подготовка и др. Френският професор предложи хипотезата, че мениджърите от бившите социалистически предприятия може би нямат тези умения просто, защото те не са им трябвали. Рационалността им като икономически агенти оправдава този избор. Тази хипотеза, макар приета с известно недоверие тогава от изследователя, косвено се потвърждава от цитираните по-горе резултати от настоящото проучване.

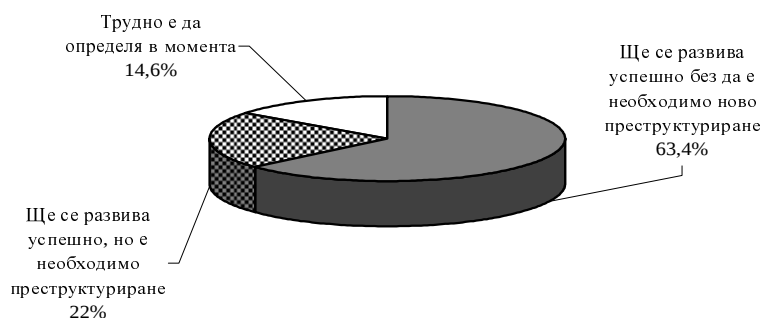


Фигура 15. Оценка на инвестицията в страната

На въпрос „Считате ли вашата инвестиция в България за успешна?“ общата оценка е преобладаващо положителна. Въпреки предложената 5-степенна скала за оценка (от „неуспешна“ до „много успешна“), за отбелязване е, че сред запитаните няма такива, които да са посочили негативен отговор („по-скоро неуспешна инвестиция“ и категорично „неуспешна“). Преобладаващият брой от респондентите изтъкват умерено позитивен отговор – „по-скоро успешна“ (56 %), а приблизително всеки трети от запитаните дава категорично положителна оценка. В опит за обобщаваща оценка приблизително всеки 9 от 10 анкетируани лица, считат инвестицията на тяхната компания в страната за успешна.

2.12. Прогноза за бъдещо развитие на поделението

В заключение на анкетираните беше предложено да направят прогноза за развитие на придобитото българско поделение, отчитайки необходимостта от потенциално допълнително реструктуриране (в т.ч. посредством нови корпоративни консолидации). Близко 2/3 от обхванатите респонденти (63,4 %) предвиждат успешно бъдещо развитие, без да е необходимо ново реструктуриране (фиг.16.).



Фигура 16. Бъдещо развитие на българското поделение

Над 1/5 от анкетираниите (22 %) считат, че предпоставка за успешното функциониране на предприятието е предприемането на нови структурни трансформации, докато по-малко от 15 % не се ангажират с определена позиция. Така предложените резултати от анкетното проучване показват наличие на умерен потенциал за бъдещи корпоративни реструктурирания, в т.ч. вероятност от нови СuП между изследваните компании, собственост на чужди инвеститори. Същевременно тенденциите на глобализация, както и европейската интеграция на страната, обуславят засилване на конкурентния натиск върху функциониращите предприятия в България, но и нови възможности за стратегическо сътрудничество с местни и задгранични партньори.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В обобщение на направеното изложение биха могли да бъдат очертани основни приноси на изследването, както и практикоприложни заключения на примера на проведеното анкетно проучване.

На първо място определен принос представляват изведените теоретико-методологични аспекти на анализа. Такива са открояването на хипотези с международна икономическа насоченост във връзка със синтезирането на икономически и управленски теоретични заключения по отношение на сливанията и придобиванията. Интерес сами по себе си представляват и систематизираните управленски теоретични аспекти (процесният подход, моделите на интеграция при СuП и др.) поради слабата им познаваемост до момента в България, в т.ч. тяхното проявление в практиката. Не на последно място предложеното изследване на международните сливания и придобивания адресира проблемна област, която е относително слабо разработвана досега в страната.

Въз основа на очертаните теоретични хипотези определен принос представляват изведените заключения с преимуществено практикоприложна насоченост. Такива са откритите водещи мотиви за инвестиране посредством международни сливания и придобивания в България (заемането на стратегически пазарни позиции, минимизирането на разходи, използването на компетентни трудови ресурси, деклариран стремеж за технологично обновление на придобитите предприятия – фактор за подобряване на техните конкурентни позиции в обозримо бъдеще). Такава е констатираната от изследването преобладаваща тенденция за стратегическа обвързаност между компания майка и поделение (специализация в една и съща или допълващи се сфери на дейност), предпоставка за непосредствено интегриране на предприятия в България в структурата на водещи ТНК. На следващо място е изведената тенденция за следване на адаптивни стратегии от страна на чуждестранни инвеститори при планирането на трансакции по СuП в страната. В това отношение впечатление прави склонността към по-слабо детайлизирано планиране сред изследваните глобално опериращи ТНК, за сметка на компании с по-ограничен обхват на задгранично присъствие (според притежавани подразделения в съответен брой страни). От гледна точка на междуфирмената интеграция при СuП, за отбелязване е налагането на определени технологични решения, управленски и административни практики над местното поделение от страна на анкетираниите инвеститори, въпреки декларираната склонност за

приспособяване към особеностите на местната бизнес среда и културни особености. Изследваните ТНК, декларирали глобален обхват на дейността си, са тези, които отдават приоритет на приспособяването на чуждите мениджъри, за сметка на компаниите с по-ограничен географски мащаб на операциите, които оценяват по-високо съдействието от страна на местния персонал като фактор за успешна интеграция.

Според изследваната извадка от представители на чуждестранни инвеститори, осъществили международни СиП в страната, приносът на техните компании се изразява в притока на капитали, трансфера на технологии и ноу-хау, разширения пазарен достъп, осигурени на притежаваните поделения. Същевременно възприемането на нови управленски компетенции и умения се оценява относително ниско като ключов фактор за развитие на поделенията в България. В заключение преобладаващият брой анкетирани считат реализираните от техните компании транзакции по СиП в България за относително или преобладаващо успешни.

В контекста на предложеното обобщение резултатите от проведеното анкетно проучване подсказват и определен потенциал за последващо корпоративно реструктуриране (в т.ч. вероятност от нови СиП на компании, собственост на чужди инвеститори). В условията на глобализация и на европейската интеграция на България пред местните предприятия се създават и допълнителни предпоставки за стратегическо сътрудничество, в т.ч. междувфирмена консолидация с участието на задграничен партньор с оглед устояване на засиления конкурентен натиск, както и за пълноценно участие в рамките на единния вътрешен пазар. Тази тенденция е обусловена и от посочените актуални промени в съответната нормативна регулация в рамките на ЕС. От своя страна това предполага и по-добро познаване на теорията и практиката на международните сливания и придобивания, на потенциалните стратегически решения и възможности за корпоративно взаимодействие. Не на последно място това предпоставя и перспективи за нови теоретични и практикоприложни изследвания, какъвто опит беше предложен от настоящата студия.

Литература

1. Боева, Б., Международен мениджмънт, УИ „Стопанство“, С., 2004 г.
2. Боева, Б., Корпоративно управление от мощните корпорации към икономиките в преход, Princes, С., 2001 г.
3. Григоров, Г., Вливане и сливане на търговски дружества (Глава 16 на Търговския закон), ИК „Феня“, 2001 г.
4. Данаилов, Д., Международен финансов мениджмънт, ИСК при УНСС, Център за дистанционно обучение, С., 2001 г.
5. Данаилов, Д., Сливанията и поглъщанията в бизнеса – реалност и предизвикателство, Болид, С., 2002 г.
6. Дивайн, М., Успешните сливания. Правилното тълкуване на човешкия фактор“, Класика и стил, С., 2003 г.
7. Манов, А., Многомерни статистически методи със SPSS, УИ „Стопанство“, С., 2002 г.

8. Маринов, В., Международни икономически отношения: теория, система, политика, VII „Стопанство“, С., 1998.
9. Петров, Г., Основи на финансите на фирмата, Тракия-М, С., 2000 г.
10. Петров, Г., Цанкова, Е., и кол., Корпоративни финанси, Кратък курс, Тракия-М, С., 2004 г.
11. Стоименов, М., Международни финанси, Рекламна агенция „Очи“, С., 2002 г.
12. Христова-Балканска, И., „Преките чуждестранни инвестиции и националната конкурентоспособност“, в-к „Икономически живот“, бр. 17/ 27. 04. 2005 г.
13. Brealey, R. and Myers, St., Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill, 1996.
14. Buckley, P. and M. Casson, Models of the Multinational Enterprise, Journal of International Business Studies, 29 (1), 1998, pp. 21- 44.
15. Buckley, P., P. Ghauri, Ed., International Mergers and Acquisitions: a Reader, Thomson, 2002.
16. Chatterjee, S., Lubatkin, M., Schweiger, D., Weher, Y., Cultural Differences and Stockholder Value in Related Mergers, Strategic Management Journal, 13, 1992, pp. 319-344.
17. Dunning, J. H., The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions, Journal of International Business Studies, 19, 1988, pp. 1-31.
18. Dunning, J. H., Multinational Enterprises and the Global Economy, Addison-Wesley Publishing Company, 1993.
19. Fama, E., Agency Problems and the Theory of the Firm, Journal of Political Economy, 1980, pp. 288-307.
20. Farrell, J. and C. Shapiro, Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis”, American Economic Review, March 1990, pp. 107-126.
21. Haspeslagh, P., D. Jemison, Managing Acquisitions. Creating Value Through Corporate Renewal, The Free Press, 1991.
22. Hopkins, H. D., Cross-border Mergers and Acquisitions: Global and Regional Perspectives, Journal of International Management, n: 5, 1999, pp. 207-239.
23. Hymer, S., The International Organisations of National Firms: A Study of Direct Investment. 1960 PhD thesis published by MIT Press, 1976.
24. Jemison, D. and S. B. Sitkin, Corporate Acquisitions: A Process Perspective, Academy of Management Review, 1986, pp. 145-163.
25. Jensen, M., H. Meckling., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, 3 October, 1976, pp. 305-360.
26. Jensen, Michael C. and Ruback, R S., The Market for Corporate Control. The Scientific Evidence, Journal of Financial Economics, 11 April, 1983, pp. 5-50.
27. Kindleberger, C. P., American Business Abroad, New Haven: Yale University Press, 1969.
28. Kitching, J., Why do Mergers Miscarry?, Harvard Business Review, March-April 1967, pp. 84-101.
29. Kogut, B., Joint ventures and the Option to Expand and Acquire, Management Science, 37, 1991, pp. 19-33.
30. Manne, H., Mergers and the Market for Corporate Control, Journal of Political Economy, 73, 1965, pp. 110-120.
31. Marinov, M., S. Marinova, Investor Strategy Development and Adaptation: The Case of Interbrew, European Management Journal, Vol. 16, No. 4, 1998, pp. 400-410.

32. Meckl, R., Organising and leading M&A projects, *International Journal of Project Management*, 22, 2004.
33. Meier, O., Schier, G., Fusions-Acquisitions. *Strategie-finance-management*, Dunod, Paris 2003.
34. Official Journal of the European Union, 25.11.2005, L 310/1-9.
35. Rappoport, A., *Creating Shareholders' Value*, The Free Press, N.Y., 1998.
36. Ruller, L.-H., Stennek, J., Verboven, F., Efficiency Gains from Mergers, в *The Efficiency Defence and the European System of Merger Control*, *European Economy*, No. 5, 2001, European Communities, 2002.
37. Singh, H. and C.A.Montgomery, Corporate Acquisition Strategies and economic Performance, *Strategic Management Journal*, 1987.
38. UNCTAD, *World Investment Report 2000. Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*, United Nations, New York and Geneva, 2005.
39. UNCTAD, *World Investment Report 2003. FDI Policies for Development: National and International Perspectives*, New York and Geneva, 2003.
40. UNCTAD, *World Investment Report 2005. Transnational Corporations and the Internalization of R&D*, United Nations, New York and Geneva, 2005.
41. Venard, B. (Ed.), *Economie et Management dans les Pays en Transition*, ESSCA, 2001.
42. Vernon, R., International Investment and international trade in the product cycle, *Quarterly Journal of Economics*, 80, 1966.
43. Williamson, O., Economics as Anti-Trust Defense: The Welfare Trade-Offs, *American Economic Review*, March 1968, pp. 18-36.

ПРИЛОЖЕНИЕ: АНКЕТНА КАРТА

Анкетно проучване:
Международни сливания и придобивания в България

(...) Обръщение към респондентите и инструкция за попълване (Бел.авт.).⁸⁹

Изследовател:
Цветомир Цанов

ОБЩА ИНФОРМАЦИЯ ЗА КОМПАНИЯТА

Компания (местно поделение - наименование):

Компания-майка:

Компанията-майка(инвеститор) притежава поделения:

(Моля отбележете в съответното поле)	
В повече от 3 страни	
В повече от 10 страни	
Глобално	

Консолидираният оборот на компанията-майка през 2004 г.:

Надхвърля 10 млрд. EUR	
Е между 5 и 10 млрд. EUR	
Е между 1 и 5 млрд. EUR	
Не надхвърля 1 млрд. EUR	
Не мога да отговоря	

Опит на чуждия инвеститор в България:

Брой години:	
--------------	--

⁸⁹ С оглед лимитирания изискуем обем на студията тази страница от анкетата е съкратена.

Респондент на анкетата - длъжност:

При желание от Ваша страна анонимността е гарантирана! В този случай моля попълнете единствено полето, отнасящо се до нивото на длъжността.

Ниво на длъжността:

Висш мениджърски състав	
Средно управленско ниво	
Друго:	

1. Вид на инвестицията в България:

(Моля отбележете в съответното поле/полета срещу отговора)	
А. Придобиване на мажоритарен дял от местна компания чрез приватизация	
Б. Придобиване на вече приватизирана компания или на новосформирана частна компания	
В. Сливане (двете компании – чуждият инвеститор и местното поделение се обединяват в нова компания)	
Г. Инвестиция на зелено	
Д. Друго (моля посочете):	

2. Наложиха ли се организационно-правни реорганизации на българското поделение(я) вследствие на инвестицията?

А. Да, беше предприета консолидация на активите на местните поделения в ново дружество	
Б. Да, част от активите бяха продадени вследствие на отделяне и/или закриване на губещи производства	
В. Не се наложиха	
Г. Друго (моля посочете):	

3. Наложиха ли се оптимизация на числения състав на персонала на местното поделение вследствие на придобиването(инвестицията)?

А. Не се наложи	
Б. Да, наложи се като новите назначения на работници преобладават	
В. Да, наложи се като съкратените преобладават над новоназначените	

4. Отговаря ли специализацията на българското поделение на специализацията на фирмата-майка?

А. Да, отговаря, в същата сфера на дейност е	
Б. Отговаря отчасти, българското поделение е поддоставчик на суровини и материали за крайната продукция на компанията-майка	
В. Не отговаря, българското поделение е в друга сфера на дейност, която диверсифицира портфолиото на компанията-майка	

5. Мотиви за осъществяване на инвестицията:

Каква според Вас е значимостта на посочените мотиви, повлияли на решението на Вашата компания за инвестиране в България?

Мотив за инвестиране:	Значимост				
(Моля отбележете в съответното поле значимостта на мотивите, съгласно предложената външна скала. Възможни са повече от един отговор.)	1 – незначим 2 – по-скоро незначим 3 – средно значим 4 – значим 5 – решаваща значимост				
	1	2	3	4	5
А. Бърз достъп до нов пазар					
Б. Географска диверсификация - завземане на стратегически позиции на пазар с потенциал за бъдещо развитие					
В. Минимизиране на производствени разходи					
Г. Минимизиране на транзакционни и административни разходи (оптимизация на данъчни, административни и др. разходи)					
Д. Консолидиране на свързани дейности (вкл. обединяване на производства и поделения)					
Е. Придобиване на подценени активи					
Ж. Използване на компетентни местни трудови ресурси					
З. Достъп до специфична технология и ноу-хау					
И. Данъчни и митнически съображения (преодоляване на митнически бариери, използване на местни данъчни преференции и др.)					
Й. Трансфер на ноу-хау и технологии към местното поделение с цел подобряване неговите конкурентни и пазарни позиции					
К. По-добра и ефективна защита на търговски права и права на интелектуална собственост на компанията-майка					
Л. Друго (моля посочете):					

6. Доколко изчерпателен е предложенят списък с мотиви във въпрос 5?

А. Много изчерпателен е, констатираното съвпадение с мотивите на нашата компания при инвестирането ѝ в страната е над 90%	
Б. Изчерпателен е, констатираното съвпадение е между 71 и 90%	
В. По-скоро е изчерпателен, съвпадението е между 50 и 70%	
Г. По-скоро не е изчерпателен, съвпадението е по-малко от 50%	

7. Беше ли добре планирана инвестицията в България?

А. Да, беше детайлно планирана, в т.ч. определяне на конкретна стратегия, водене на преговори, анализ на местните условия и гр.	
Б. Да беше сравнително добре планирана без разработване на стратегия и детайлизиран план за действие	
В. По-скоро не беше планирана	

8. Интеграция с местното поделение:

Как оценявате факторите, които са в основата на успешната междуетерна интеграция с местното поделение в България?

(Моля отбележете в съответното поле значимостта на факторите, съгласно предложената вдясно скала. Възможни са повече от един отговор.)	1 – незначим 2 – по-скоро незначим 3 – средно значим 4 – значим 5 – решаваща значимост				
	1	2	3	4	5
А. Съдействието от страна на местния (българския) управленски състав на компанията					
Б. Адекватната предварителна подготовка на чуждестранните мениджъри (експатриати)					
В. Приспособяването на място на чуждите мениджъри към местната бизнес среда и културни особености					
Г. Приспособяването на местния персонал към новите собственици					
Д. Лидерството и прилагането на съответен управленски инструментариум от страна на новите мениджъри					
Е. Организационната и производствена интеграция на местното поделение в цялостната структура на компанията инвеститор					
Ж. Друго (моля посочете):					

9. Смятате ли, че приспособяването на чуждия инвеститор към местната бизнес среда и културни особености допринася за успеха на инвестицията?

А. Да, приспособяването на инвеститора е от първостепенно значение	
Б. Да, приспособяването е важно, но има други фактори, които имат приоритет	
В. Не, приспособяването на инвеститора не е необходимо, той трябва да наложи културата на компанията-майка върху местното поделение	
Г. Чуждият инвеститор следва да се стреми както да се приспособи, така и да предава културата на компанията-майка	

10. Принос на инвеститора в България:

Какъв според Вас е основният принос от Вашата инвестиция за местното поделение (за страната)?

(Моля оценете по скала от 1 до 5 (1=минимална оценка, 5=максимална) Възможни са повече от една максимални/минимални оценки.)	
А. Трансфер на парични потоци (инвестиции) в страната	
Б. Трансфер на нови технологии и ноу-хау	
В. Трансфер на управленски компетенции и умения	
Г. Възможност за достъп до нови клиенти и разширяване на пазарния достъп на местното поделение	
Д. Бърза интеграция на местното поделение в структурата на утвърдена ТНК	
Е. Социално-отговорни дейности и програми в полза на обществото	
Ж. Друго (моля посочете):	

11. Считате ли Вашата инвестиция в България за успешна?

А. Да, инвестицията е много успешна	
Б. Да, по-скоро е успешна	
В. Още е трудно да се определи категорично	
Г. Инвестицията е по-скоро неуспешна	
Д. Не е успешна	

12. Считате ли, че българското поделение ще се развива успешно в близко бъдеще, без да се налагат нови реструктурирания?

А. Да, ще се развива успешно без да е необходимо ново реструктуриране	
Б. Да, ще се развива успешно, но е необходимо реструктуриране	
В. Трудно е да определя в момента	

Съгласни ли сте името на компанията Ви да бъде цитирано в изследването?

Да	
Не	

Благодарим Ви за оказаното съдействие и се надяваме, че анкетата не Ви е затруднила!

2005 г.

София

МЕЖДУНАРОДНИ СЛИВАНИЯ И ПРИДОБИВАНИЯ В БЪЛГАРИЯ – УПРАВЛЕНСКИ И ИКОНОМИЧЕСКИ АСПЕКТИ

Резюме

В студията са изследвани управленски и икономически аспекти на сделките по сливания и придобивания, осъществени в България с участието на задграничен инвеститор в периода на икономическо реструктуриране и в годините на присъединяване към Европейския съюз. На първо място е предложен опит за синтезиране на теоретични концепции и хипотези, които очертават интердисциплинарна рамка за анализ на разглежданата проблематика. На примера на проведено емпирично изследване са изведени конкретни практикоприложни заключения, свързани с мотивите за осъществяване на международни сливания и придобивания от нефинансови транснационални корпорации в страната, планирането на транзакциите, стратегическата обвързаност и процеса на интеграция между компаниите, с приспособяването на инвеститора, приноса му за местното поделение, както и неговата оценка за успеха на инвестицията.

MANAGERIAL AND ECONOMIC ASPECTS OF THE INTERNATIONAL MERGERS AND ACQUISITIONS IN BULGARIA

Sammary

The current paper focuses on merger and acquisition (M&A) transactions led by foreign investors in Bulgaria in the years of transition and economic restructuring as well as ongoing integration into the EU. The research emphasizes on major managerial aspects of the transactions (such as strategic planning, relatedness, problems of integration) as well as selected economic issues (modes of restructuring, possible effects, etc.).

The analytical framework of research has been provided through an interdisciplinary approach to M&As (theory of mergers hypotheses combined with an international business perspective).

Empirical data has been gathered through qualitative methods of research, such as unstructured and semi-structured interviews, structured inquiry through questionnaires distributed among foreign investors in Bulgaria, case studies. Quantitative methods (T-test, Mann-Whitney test, and correlation analysis) through SPSS 11.5 statistical package were also applied in deriving results and conclusions.

Some of the major conclusions relate to motives for investment through M&As, strategic planning of the transactions, relatedness, inter and intra-firm integration, accommodation of the foreign investor in a cross-cultural context, contribution to the local subsidiary, evaluation of the transaction success, possible tendencies for future development, etc.