

CEZHRANIČNÉ FÚZIE A AKVIZÍCIE V KONTEXTE VNÍMANIA FAKTOROV ICH REALIZÁCIE V PRED- A POSTFÚZIJNOM A AKVIZIČNOM PROCESE

Jaroslava Hečková, Miroslav Frankovský, Zuzana Birknerová,
Alexandra Chapčáková*

Abstract

Cross-border Mergers and Acquisitions in the Context of Perception of the Factors of Their Implementation in the Pre- and Post-Merger-and-Acquisition Process

The paper aims at the issue of perception of the factors of implementation of the pre- and post-merger-and-acquisition process. The original methodologies aDM&A (ante-Determinants of Mergers and Acquisitions) and pDM&A (post-Determinants of Mergers and Acquisitions) were verified on the basis of an analysis of the views of managers from 120 companies. The factor analysis of the data obtained enabled extraction of the key factors of implementation of the pre- and post-merger-and-acquisition process. The paper also presents the basic parameters of the methodology aDM&A Eigenvalues and pDM&A Eigenvalues, the percentage of the variance explained, Cronbach's alpha, inter-correlations of the extracted factors, and the results of the analysis of differences in the assessment of the extracted factors by managers. The extracted factors were Synergy potential, Business environment, Investment benefit, and Financial management in the context of the pre-merger-and-acquisition process, and Unification strategy, Business management, Internal business environment, Business identity, and Strategic intent in the post-merger-and-acquisition process.

Keywords: cross-border mergers and acquisitions, pre-merger management, pre-acquisition management, post-merger management, post-acquisition acquisition, methodology aDM&A management, methodology aDM&A.

JEL Classification: G34, F23, M19

Úvod

Realokácia kapitálu prostredníctvom realizácie cezhraničných fúzií a akvizícií je jedným z najvýznamnejších javov posledných dvoch desaťročí v celosvetovom ako aj európskom meradle. V rámci európskeho priestoru k tomu významne prispela finančná a obchodná liberalizácia v Európskej únii a Európskej menovej únii. Cezhraničné fúzie a akvizície tak predstavujú významný celosvetový fenomén, ktorý umožňuje podnikom vytvárať synergické efekty podnikania, obstarávať majetok s diskontom, vytvárať daňové úspory, získavať prístup k novým technológiám, rozširovať, diferencovať a diverzifikovať podnikateľské aktivity, zvyšovať konkurencieschopnosť a trhovú hodnotu. K najdôležitejším

* Jaroslava Hečková (jaroslava.heckova@unipo.sk); Miroslav Frankovský (miroslav.frankovsky@unipo.sk); Zuzana Birknerová (zuzana.birknerova@unipo.sk); Alexandra Chapčáková (alexandra.chapcakova@unipo.sk), Prešovská univerzita v Prešove, Fakulta manažmentu. Príspevok bol spracovaný v rámci riešenia projektu VEGA č. 1/0031/17 *Cezhraničné fúzie a akvizície v kontexte ekonomických a sociálnych determinantov v rámci európskeho priestoru*.

synergickým efektom patria úspory z rozsahu, zvýšenie kapacity, vyšší podiel na trhu a koncentrácia znalostí. Fúzie a akvizície sú jedným zo základných nástrojov rastu i reštrukturalizácie podnikov, získania väčšieho podielu na trhu a rastu konkurencieschopnosti, významný indikátor ekonomickej aktivity a jeden zo základných faktorov rozvoja kapitálových trhov.

Cieľom príspevku je s dôrazom na metodologickú úroveň problematiky identifikovať a špecifikovať faktory vnímania v pred- a postfúzijskom a akvizičnom procese extrahované na základe analýzy názorov manažérov 120 podnikov, ktoré boli predmetom cezhraničnej fúzie alebo akvizície, a následne verifikovať nami vytvorenú originálnu metodiku aDM&A – ante-Determinants of Mergers and Acquisitions a metodiku pDM&A – post-Determinants of Mergers and Acquisitions. Faktorová analýza získaných údajov, použitá bola metóda Principal Component Analysis a Varimax Rotation, umožnila extrahovať štyri kľúčové faktory realizácie predfúzijského a akvizičného procesu (synergický potenciál, podnikateľské prostredie, investičný benefit, finančný manažment) a päť kľúčových faktorov reflexie postfúzijského a akvizičného procesu (stratégia zjednotenia, podnikový manažment, vnútorné prostredie podniku, identita podniku, strategický zámer). V príspevku sú zároveň prezentované základné parametre metodiky aDM&A vlastné čísla (Eigenvalues) a pDM&A vlastné čísla (Eigenvalues), percento vysvetlenej variancie, Cronbach's alpha, interkorelácie extrahovaných faktorov, výsledky analýzy rozdielov v posúdení extrahovaných faktorov manažérmi.

1. Motívy a teoretické prístupy k fúziám a akvizíciám

Fúzie a akvizície sú súhrnným označením pre transakcie súvisiace s kúpou a predajom podnikov, častí podnikov, majetku, akcií a obchodných podielov. V ekonomickom pojatí majú dynamický rozmer rastu/znižovania hodnoty podnikov, v právnom pojatí ich možno vnímať ako jednorazové, statické transakcie na dvoch úrovniach. Primárna (vnútorná) úroveň predstavuje zabezpečenie priebehu spojenia podnikov alebo ich častí prostredníctvom nadobudnutia majetkovej alebo kapitálovej účasti na základe strategických rozhodnutí manažmentu, resp. vlastníkov. Sekundárna (vonkajšia) úroveň predstavuje dopad zmien v štruktúre trhu (odvetvia), spôsobený zmenou v rozložení síl na trhu v dôsledku fúzie či akvizície. Vytvorenie kapitálovo prepojených národných či medzinárodných podnikov prináša benefity nielen zúčastneným subjektom, ale do istej miery aj benefity pre celú spoločnosť. Definovať hranice, kedy veľké korporácie, ktoré nadobudli svoju silu prostredníctvom fúzií a akvizícií, prispievajú k vytváraniu prosperity pre celú spoločnosť a kedy už prispievajú k deštrukcii pozitívneho vývoja (kartelovými dohodami, zneužitím monopolov, stratami z rozsahu), je otázka, ktorá nie je doposiaľ jednoznačne zodpovedaná (viac Mackenzie, 2016). O nevyhnutnosti existencie istej formy ochrany hospodárskej súťaže tak nemožno pochybovať. Ochrana konkurenčných trhových štruktúr na národnej i medzinárodnej úrovni, vzhľadom na špecifiká a charakter jednotlivých sektorov hospodárstva, predstavuje komplexnú problematiku, ktorá vyžaduje primeranú kombináciu súťažných a regulačných pravidiel cielených na kontrolu trhovej sily a zamedzenie protisúťažného konania podnikov (viac v Mackenzie, 2014).

Akvizícia (angl. *acquisition*) predstavuje získanie vlastníckej a manažérskej kontroly jedného podniku nad druhým. Teória rozlišuje majetkové akvizície, pri ktorých dochádza k získaniu aktív podniku a kapitálové akvizície, ktorých cieľom je získanie rozhodujúceho podielu na hlasovacích právach podniku. Prostredníctvom akvizície dochádza k spájaniu podnikov právne samostatných do vyššieho ekonomického celku (viac v Kiseľáková, Šofranková, 2015). Po uskutočnení akvizície oba podniky pokračujú vo svojej činnosti, nemenia sa ich právne pomery, žiaden z nich nezaniká. Na druhej strane však dochádza k čiastočnej alebo úplnej strate ekonomickej samostatnosti podnikov. V tomto celku má podnik, ktorý získal rozhodujúci vplyv v druhom podniku, postavenie ovládajúceho, materského podniku a ovládaný podnik postavenie dcérskeho podniku. Uskutočnenie akvizície samotnej fúzii často predchádza.

Fúzia (angl. *merger*) sa používa ako súhrnný názov pre jednotlivé prípady dobrovoľného spojenia (koncentrácie) dvoch alebo viacerých nezávislých podnikov do jedného celku. Predpokladom jej realizácie je prijatie samotného podnikateľského rozhodnutia zo strany manažmentu (vlastníkov) všetkých zúčastnených podnikov o tom, že sa takáto transakcia má uskutočniť. Ide pritom o zložitú transakciu mimo rámec bežného hospodárenia podnikov prebiehajúcu počas dlhšieho obdobia, naplnenú dohodou na báze relevantných finančných a vecných informácií.

Z makroekonomického hľadiska predstavujú fúzie a akvizície významný determinant presunov a následného rozmiestnenia výroby z jedného štátu do druhého. Majú významný vplyv na oblasť výskumu a vývoja, pretože samotný výskum a vývoj sa medzi jednotlivými štátmi väčšinou nepresúva, čím sú zvýhodnené ekonomicky vyspelé, ale nákladovo drahšie ekonomiky. Práve odvetvia náročné na výskum a vývoj patria v súčasnom období k dynamicky rastúcim.

Problematika fúzií a akvizícií v zmysle skúmania ich motívov je predmetom ekonomického výskumu, o čom svedčia početné publikované výskumné štúdie (napríklad Trautwein, 1990; Matsusaka, 1993; Caprio *et al.*, 2011; Kislingerová, Nový *et al.*, 2005). S nimi spojená formulácia stratégií a hypotéz sú neodmysliteľnou súčasťou ekonomických a manažérskych teórií (teórie priemyselnej organizácie, teórie hier, teórie efektívnosti, teórie monopolu, teórie hodnoty, teórie budovania cisárstva, trocesnej teórie, teórie prenosu). Viac v Hečková *et al.* (2016b).

Realizácia a efektívnosť procesov fúzií a akvizícií je multifaktorovo podmienená. Do týchto procesov vstupujú faktory rôzneho makro- a mikroekonomického charakteru (dlhšie závery v Hečková *et al.*, 2014, 2016a). Jedným z dôležitých aspektov je aj ich subjektívne vnímanie. V rámci tohto konceptu je v príspevku pozornosť sústredená na manažérsky pohľad a identifikáciu faktorov vnímania ich realizácie v pred- a postfúzijskom a akvizíčnom procese.

2. Metodológia

Za účelom identifikovania a skúmania kľúčových faktorov pred- a postfúzijského a akvizíčného procesu bol realizovaný dotazníkový výskum, zameraný na identifikovanie významných faktorov súvisiacich s rozhodovaním a následnou prípravou fúzijského,

resp. akvizičného, procesu pred jeho samotnou realizáciou a na identifikovanie významných faktorov súvisiacich s úspešným korporátnym procesom integrácie v postfúzijnej a akvizičnej fáze cezhraničných fúzií a akvizícií.

Na základe teoretického rozpracovania problematiky bola overená faktorová štruktúra nami navrhutej originálnej metodiky aDM&A – ante-Determinants of Mergers and Acquisitions (18 položiek dotazníka je uvedených v tabuľke 1) a metodiky pDM&A – post-Determinants of Mergers and Acquisitions (24 položiek dotazníka je uvedených v tabuľke 5). Výber a formulácia položiek v metodikách boli uskutočnené na základe poznatkov z predchádzajúcich výskumov (Hečková *et al.*, 2014, 2015, 2016a, 2016b). Úlohou manažérov bolo posúdiť jednotlivé položky na štvorbodovej škále Likertovho typu 1 – nevýznamný, 2 – málo významný, 3 – významný, – 4 veľmi významný. Uvedená škála intervalového typu je považovaná za metrickú škálu. Identifikácia a špecifikácia kľúčových faktorov pred- a postfúzijného a akvizičného procesu prebiehala na základe analýzy názorov manažérov 120 podnikov (medzinárodných korporácií) so sídlom v 45 krajinách európskeho priestoru, ktoré boli predmetom cezhraničnej fúzie alebo akvizície v období rokov 2010–2016 s výškou trhovej kapitalizácie viac ako 100 mil. eur. Podniky boli vybrané z databázy Zephyr (Bureau van Dijk, 2017). Oslovených bolo 1 000 podnikov. Analyzované boli odpovede získané od 120 podnikov, ktoré sa do výskumu zapojili. Tento výber je možné považovať za zámerný a zároveň má tento výber charakter dobrovoľníkov. Spôsob výberu podnikov súvisí aj s primeranou mierou generalizácie získaných výsledkov.

Výskumnú vzorku tvorilo 108 manažérov a 12 manažérok vo veku od 21 do 65 rokov (priemerný vek 42,90 rokov, smerodajná odchýlka 11,270 rokov), ktorí pracovali v danom podniku od 1 do 25 rokov (priemer 11,50 rokov, smerodajná odchýlka 6,118 rokov). Uvedení manažéri zastávali v podnikoch pozíciu top manažmentu.

Získané údaje boli vyhodnotené matematicko-štatistickými metódami Principal Component Analysis (PCA)¹ s použitím Varimax rotácie², Pearsonovým korelačným koeficientom, Friedmanovým testom. Cronbachova alpha je ukazovateľom konzistentnosti, reliability (spoľahlivosti) uvedených faktorov. Hodnota 0,8 tohto ukazovateľa reprezentuje vysokú mieru konzistentnosti, spoľahlivosti. Pri výpočte zistíme,

-
- 1 Metóda PCA je východiskovou metódou v kontexte viacrozmerných štatistických metód. Spočíva v identifikácii latentných premenných, ktoré redukujú počet zisťovaných premenných (položiek) na zmysluplný a lepšie interpretovateľný koncept. Metóda hlavných komponentov umožňuje extrahovať faktory, ktoré vznikajú z pôvodného väčšieho počtu premenných, ktoré sýtia jednotlivé faktory.
 - 2 Varimax rotácia je najpoužívanější ortogonálna metóda, ktorá optimalizuje identifikovanie extrahovaných faktorov. Využíva otočenie osí faktorov tak, aby každá položka sýtala len jeden faktor. V tomto kontexte je Scree plot grafickým vyjadrením vlastným čísel faktorov a percenta vysvetlenej variability týmito faktormi. Vhodný počet faktorov určuje bod zlomu, v ktorom sa priamka vyrovnáva. Pomocou extrahovania a obsahovej špecifikácie latentných premenných je následne možné zmysluplnejšie vymedziť skúmané faktory, ktoré majú charakter latentných premenných.

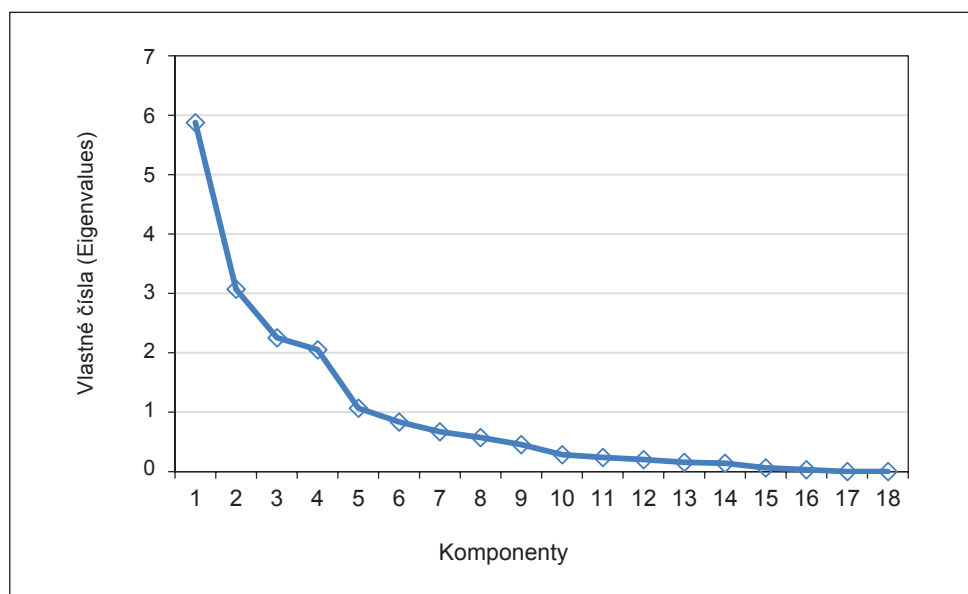
či je možné zvýšiť túto mieru vypustením niektorej položky. Interkorelácie reprezentujú mieru, nakoľko jednotlivé faktory navzájom súvisia. Použité boli aj matematicko-štatistické metódy korelačnej analýzy (zisťovanie súvislostí medzi dosiahnutým skóre v jednotlivých faktoroch) a rozdielovej štatistiky (analýza rozdielov v posúdení jednotlivých faktorov manažérmi).

3. Výsledky a diskusia

3.1 Výsledky predfúzijského a akvizičného procesu cezhraničných fúzií a akvizícií a ich diskusia

Prostredníctvom faktorovej analýzy (metóda Principal Component Analysis a Varimax Rotation) boli extrahované štyri kľúčové faktory vnímania predfúzijského a akvizičného procesu – synergický potenciál, podnikateľské prostredie, investičný benefit, finančný manažment (obrázok 1, tabuľka 1). V tabuľke 1 sú uvedené len najvyššie hodnoty, ktoré reprezentujú sýtenie faktorov jednotlivými položkami. Obsahy položiek, ktoré sýtia faktor, sú integrované do pomenovania faktora. Extrahovanie štyroch faktorov bolo uskutočnené na základe výrazného zlomu priamky (obrázok 1), ako aj na základe obsahovej konzistentnosti položiek, ktoré sýtia tieto faktory.

Obrázok 1 | Indexový graf úpäť vlastných čísel (Scree plot) extrahovania faktorov metodiky aDM&A



Prameň: vlastné výpočty

Tabuľka 1 | Faktorová štruktúra metodiky aDM&A po Varimax rotácii

	Faktory			
	synergický potenciál	podnika- teľské prostredie	investičný benefit	finančný manažment
Identifikácia strategickej príbuznosti medzi nadobúdateľským a cieľovým podnikom		0,760		
Identifikácia odlišných charakteristických kultúrnych aspektov cieľového podniku v porovnaní s nadobúdateľským podnikom		0,815		
Určenie cieľového umiestnenia vlastníctva		0,785		
Určenie trendu celkovej cieľovej výkonnosti – cash flow	0,567			
Určenie prístupu a kompatibility cieľového podniku s infraštruktúrou informačného systému nadobúdateľského podniku		0,751		
Určenie cieľovej kapitálovej štruktúry a nákladov kapitálu				0,872
Určenie požiadaviek na cieľové kapitálové výdavky	0,707			
Určenie potenciálnej finančnej synergie (nižšie náklady kapitálu, nižšia daňová sadzba)	0,636			
Určenie potenciálnej operačnej synergie (zlepšenie prevádzkovej efektívnosti)	0,797			
Určenie potenciálu dopytu po produktoch a službách podnikov po spojení v období nasledujúcich 5 rokov	0,798			
Určenie potenciálnych vylepšení v značke a reputácii				0,862
Veľkosť akvizičnej prémie			0,776	
Skutočnosť, že súčasná hodnota predpokladaných synergií bude väčšia ako zaplatená prémia	0,635			
Ponúkaná cena závisiaca od cieľovej konkurenčnej pozície			0,834	
Metódy platenia: hotovosť, akcie a iné				0,757
Viacnásobné ponuky			0,732	
Due diligence			0,556	
Investičné bankové poradenstvo			0,808	

Prameň: vlastné výpočty

Tabuľka 2 | Metóda extrahovania hlavných komponentov po Varimax rotácii

	Vlastné čísla	% vysvetlenej variácie	Kumulatívne %
synergický potenciál	3,753	20,852	20,852
podnikateľské prostredie	3,283	18,237	39,089
investičný benefit	3,265	18,139	57,228
finančný manažment	2,953	16,406	73,633

Prameň: vlastné výpočty

Extrahované faktory vysvetľujú 73,633 % variancie (tabuľka 2) a bolo možné ich celkom jednoznačne obsahovo špecifikovať. Svedčia o tom aj uspokojivé hodnoty Cronbach's alpha reliability položiek v rámci jednotlivých faktorov, ktoré dosiahli hodnoty vyššie ako 0,80. Tieto faktory vyjadrujú vo svojej komplexnosti potrebu zohľadnenia informácií týkajúcich sa synergického potenciálu (Cronbach's alpha: 0,816), podnikateľského prostredia (Cronbach's alpha: 0,826), investičného benefitu (Cronbach's alpha: 0,857) a finančného manažmentu (Cronbach's alpha: 0,859).

Pomenovanie extrahovaných faktorov bolo uskutočnené na základe určitej miery abstrakcie od obsahových špecifik jednotlivých položiek, ktoré sýtia daný faktor. Následne bola uskutočnená generalizácia obsahových kontextov položiek v rámci jednotlivých faktorov (Hečková *et al.*, 2017b). Extrahované faktory predfúzijského a akvizičného procesu možno obsahovo, aj so zohľadnením poznatkov, ktoré boli publikované v literatúre, charakterizovať nasledovne:

Synergický potenciál

Synergický potenciál predstavuje z hľadiska efektívnosti realizácie fúzií a akvizícií dosiahnutie synergických efektov v nasledujúcich smeroch: výkonnostná synergia, finančná synergia a operačná (prevádzková) synergia. Výskumom synergií pri procesoch fúzií a akvizícií sa vo svojich štúdiách zaoberajú viacerí autori – predovšetkým Sirower (1997), Larsson, Finkelstein (1999), Sirower, Sahni (2006), Ficery *et al.* (2007).

Výkonnostná synergia je v priamej interakcii s potenciálnou finančnou synergiou, ktoré v sebe integrujú trend rastu celkovej výkonnosti cieľového podniku (cash flow, požiadavky na kapitálové výdavky), nižšie náklady kapitálu v dôsledku lepšieho prístupu k úverovým zdrojom za nižší úrok a nižšiu daňovú sadzbu, pokiaľ bude vhodne zvolená konkrétna právna forma spájaných podnikov, čo môže viesť k zníženiu celkových daňových nákladov a dokonca i k trvalým daňovým úsporám.

Operačná synergia vzniká spojením a zlepšením prevádzkovej efektívnosti jednotlivých oblastí činností spájaných podnikov predovšetkým v oblasti výroby produktov a poskytovania služieb, v oblasti znalostného kapitálu a know-how v rámci podniku

po spojení. Prevádzkový synergický efekt súvisiaci s hospodárnosťou prevádzky pri naša úspory z rozsahu hlavne u výrobných podnikov (s rastom objemu výroby dochádza k poklesu fixných nákladov na jednotku výroby, a tým i celkových priemerných nákladov); zníženie priemerných nákladov odstránením nadbytočných kapacít napríklad v marketingu, účtovníctve atď. Okrem tohto je prevádzkový synergický efekt spojený s diferenčnou výkonnosťou v podobe rastu produktivity pomocou výkonnejšieho manažmentu a odstránenia duplicitných činností ako aj s koncentráciou znalostí, know-how, výskumu a vývoja. Synergický efekt (potenciál) v konečnom dôsledku znamená, že podnik po spojení má vyššiu hodnotu, než je súčet hodnôt jednotlivých samostatných podnikov, čo je jednou zo základných podmienok realizácie úspešnej fúzie či akvizície. Výnos zo spojenia podnikov možno vyjadriť ako rozdiel medzi súčasnou hodnotou novovzniknutého podniku a súčtom súčasných hodnôt týchto podnikov pred fúziou či akvizíciou. Pre zhodnotenie celkového efektu je nevyhnutné zohľadniť i náklady transakcie. Sú nimi predovšetkým prírážka, ktorú kupujúci platí nad hodnotu podniku ako oddelenej jednotky (ide o rozdiel medzi kúpnou cenou a trhovou hodnotou podniku, ktorý je predmetom kúpy), a rozdiel medzi trhovou hodnotou podniku a jeho súčasnou hodnotou ako nezávislej jednotky (viac v Kislingerová *et al.*, 2004). V každom prípade je potrebné na fúzie a akvizície nahliadať ako na akékoľvek iné investície, pri ktorých je nevyhnutné zvažovať ich príspevok k zvyšovaniu hodnoty podniku.

Podnikateľské prostredie

V predfúzijskej, resp. akvizícnej, fáze je ďalej potrebné zohľadniť informácie týkajúce sa vybraných aspektov podnikateľského prostredia, ku ktorým patria strategická príbuznosť medzi akvizítorom a cieľovým podnikom, zohľadnenie kultúrnych aspektov a z toho prameniacych odlišností, geografické umiestnenie investície, prístup a kompatibilita cieľového podniku s infraštruktúrou informačného systému podniku nadobúdateľa.

V prípade, podľa Barneya (1988), že neexistuje žiadna strategická súvislosť medzi akvizítorom a cieľovým podnikom, hodnota podniku akvizítora v kombinácii s cieľovým podnikom sa presne rovná súčtu hodnoty týchto podnikov ako samostatných subjektov. Akvizítori sú ochotní zaplatiť cenu až do výšky hodnoty, ktorú cieľový podnik pridáva k ponuke. Začne sa ponuková vojna, cena vzrastie na hodnotu cieľového podniku a akvizícia bude zdrojom nulových ekonomických ziskov pre obidva podniky. Okrem uvedeného, dôležitosť strategickkej príbuznosti medzi podnikom nadobúdateľa a cieľovým podnikom predstavuje budovanie „impérii“, ktoré umožňujú diverzifikovať a zabezpečiť sa proti šokom v príslušnom sektore.

S cezhraničnou fúziou alebo akvizíciou sú spojené aj riziká vyplývajúce z kultúrnych odlišností, a to na národnej, ako aj podnikovej úrovni. Odlišnosť kultúr spôsobuje sťaženie prijímania rozhodnutí a pokles efektívnosti fungovania korporácie ako celku. Kultúrne odlišnosti a neschopnosť vytvoriť novú kultúrnu identitu môžu byť príčinou zlyhania celého procesu fúzie alebo akvizície bez dosiahnutia stanovených strategických a finančných cieľov (viac v Björkman *et al.*, 2007; Stahl, Voigt, 2008).

Efektívna integrácia informačných systémov a sieťovej infraštruktúry, kompatibilita a prepojenie medzi podnikom nadobúdateľa a cieľovým podnikom sú dôležitosť

oblasťou, ktorej je potrebné venovať osobitnú pozornosť. Informačné systémy (IS) môžu zohrávať proaktívnu úlohu v procese fúzie alebo akvizície tým, že vytvárajú príležitosť na dosiahnutie konkurenčnej výhody (Loverde, 1990). Podľa Changa *et al.* (2014) je IS infraštruktúra facilitátorom operačnej a organizačnej integrácie.

Ernst & Young (1994) predstavili zoznam kategórií a nevyhnutných informácií o cieľovom podniku pri procese evaluácie. Zoznam obsahuje: konkurenčnú pozíciu, typy produktov, charakteristiky zákazníkov, dodávateľov, prevádzkové charakteristiky, konkurenčné správanie, hranice trhu a dosiahnuté finančné výsledky. Ďalej Ernst & Young uviedli, že požadované aktuálne informácie sa môžu líšiť v závislosti od konkrétnych okolností.

Investičný benefit

Úspešnosť realizácie fúzie alebo akvizície je založená výrazne na disponovaní pokiaľ možno čo najobjektívnejšími informáciami o podniku, ktorý má byť predmetom fúzie alebo akvizície. Rozsah získaných a preverovaných údajov je extrémne široký a tomu zodpovedá náročnosť preverovaného právneho stavu a v nadväznosti na to i náročnosť interpretácie získaných údajov. Pri vytváraní investičného benefitu z fúzijskej či akvizítovej transakcie je potrebné brať do úvahy nasledujúce indikátory: akvizíčná prémia, viacnásobné ponuky, due diligence, investičné bankové poradenstvo.

Akvizíčná prémia predstavuje čiastku (absolútnu alebo relatívnu) stanovenú subjektívne na základe precíznej a odbornej analýzy zohľadňujúcu riziko, prínosy a úžitky akcionára, spoločníka, člena alebo investora, prípadne iného užívateľa ohodnocovania vyvolanú skutočnosťami, ktoré neboli vôbec alebo iba nedostatočne zohľadnené pri kalkulácii finálnej hodnoty ohodnocovaného podniku alebo inej investície, ku ktorej sa prémia vzťahuje. Prémia (akvizíčná prírážka) sa aplikuje na základňu, ktorá predstavuje výsledok použitia základných metód ohodnocovania podniku, a tým ovplyvňuje hodnotu podniku ako celku. Podľa Mercera (2002) a Mercera a Harmsa (2008) pri fúzii alebo akvizícii ziskava podnik možnosť ovládnuť aktíva iného podniku, respektíve celý podnik, za cenu, ktorá zohľadňuje akvizíčnú prémiiu, pričom výška ponúkanej ceny vrátane akvizítovej prémie závisí od konkurenčnej pozície cieľového podniku, jeho podielu na trhu, existencie obchodnej značky, goodwillu a know-how (viac aj v Sirower (1997)).

Podľa Kima a Olsena (1999) v prípade, ak existuje viac potenciálnych akvizítorov v jednom cieľovom podniku, dochádza k zvýšeniu úrovne konkurenčného boja s výsledným negatívnym vplyvom na postakvizíčný výkon víťazného podniku. Na druhej strane vlastníci nadobudnutých podnikov pravdepodobne získajú pri viacerých ponukách dodatočnú hodnotu. Viacnásobné ponuky budú odzrkadľovať menej jedinečnosti pre cieľový podnik na trhu a v dôsledku toho aj menšie zisky pre uchádzačov a väčšie zisky pre cieľové podniky. Viaceré ponuky môžu prípadne naznačovať väčšie súhrnné prínosy z fúzie a indikovať málo o ich jedinečnosti. V tomto prípade by sme očakávali vyšší zisk pre cieľové podniky než v prípade jednej ponuky, ale bez kompenzačného poklesu výnosov uchádzača (viac aj v Asquith *et al.*, 1983; Fuller *et al.*, 2002; Goergen, Renneboog, 2004). Due diligence je základnou požiadavkou akejkoľvek transakčnej aktivity a minimálnym predpokladom eliminácie negatívnych dôsledkov nesprávnych rozhodnutí. V podstate sa

v prípade fúzie alebo akvizície jedná o analýzu cieľového podniku, v prípade predaja (zo strany cieľového podniku) o analýzu vlastného podniku, pričom účelom analýzy je maximálne objektívne identifikovať súčasný stav podniku, predovšetkým v oblasti právnej, finančnej, daňovej i ekologickej. Výstupom due diligence by mala byť záverečná správa upozorňujúca na slabé (rizikové), ale aj silné aspekty podniku vo vzťahu k uvažovanému predaju či prevzatíu tohto podniku. Záverečná správa due diligence je jedným z najvýznamnejších podkladov pre stanovenie ceny podniku a pre definovanie zmluvných garancií, prípadne zmluvných podmienok. V prípade, že transakčný proces fúzie alebo akvizície trvá niekoľko mesiacov či rokov, potom proces due diligence trvá v závislosti na veľkosti skúmaného podniku, komplexnosti jeho štruktúr a obchodných aktivít, hĺbky a rozsahu due diligence, kvalite tímu, ochote personálnej zložky podniku ku spolupráci a možnostiam prístupu k relevantným informáciám v priemere týždne až mesiace. Medzi najčastejšie príčiny vedúce ku konečnému neúspechu fúzie alebo akvizície možno zaradiť predovšetkým deficit v oblasti due diligence – absenciu hodnotenie potenciálnych kandidátov na fúziu, resp. akvizíciu. K základným cieľom due diligence patrí posúdenie súladu vonkajšej prezentácie skúmaného podniku s jeho skutočným stavom, t. j. či je skúmaný podnik skutočne v takej kondícii, v akej sa navonok javí byť, a verifikácia, že zamýšľaná investícia bude zodpovedať kritériám investície požadovaným investorom.

Podnikom bolo povolené používať viacero upisovateľov, čo zase zvýšilo konkurenciu, a tým znížilo ziskové rozpätie investičných bánk, pokiaľ ide o služby kapitálového zvyšovania. Investiční bankári boli nútení objaviť nové formy podnikania, ktoré sa neskôr prejavili v ich čoraz významnejšom postavení v oblasti fúzií a akvizícií. Medzi rôznymi typmi poradenských spoločností v oblasti fúzií a akvizícií sa investiční bankári vyvinuli na dominantné nezávislé subjekty na trhu. Zaberajú agresívnejšiu úlohu často ako „hlavní architekti podnikových kombinácií“.

Finančný manažment

Finančný manažment fúzijnej, resp. akvizičnej, transakcie rozkladá investičné riziko v novej oblasti podnikania, čím vzniká efekt dáždika finančnej synergie. Fúziou alebo akvizíciou môže vzniknúť väčší, finančne stabilnejší podnik s lepšou kapitálovou štruktúrou a lepším prístupom k úverovým prostriedkom za nižší úrok (nižšie náklady cudzieho kapitálu). Ďalším efektom sú výhody lepších finančných príležitostí podniku v dôsledku jeho rastu, prístup k lacnejším cudzím zdrojom vo väčšom objeme (v dôsledku už spomínaných nižších nákladov kapitálu), pokles transakčných nákladov. S rastúcimi finančnými príležitosťami podniku dochádza súčasne k potenciálnym vylepšeniam v značke a reputácii podniku, čo sa následne odzrkadľuje v raste trhovej hodnoty podniku (vyjadrenej vyššími cenami akcií podniku).

O vhodnosti uvedenej faktorovej štruktúry metodiky aDM&A svedčia tiež vypočítané hodnoty interkorelačných koeficientov medzi jednotlivými extrahovanými faktormi (tabuľka 3).

Tabuľka 3 | Interkorelačné koeficienty medzi jednotlivými extrahovanými faktormi metodiky aDM&A

		synergický potenciál	podnikateľské prostredie	investičný benefit	finančný manažment
synergický potenciál	Pearson Correlation		0,326**	0,236**	0,144
	Sig. (2-tailed)		0,000	0,009	0,115
podnikateľské prostredie	Pearson Correlation			0,405**	0,352**
	Sig. (2-tailed)			0,000	0,000
investičný benefit	Pearson Correlation				0,423**
	Sig. (2-tailed)				0,000

**Štatistická významnosť na 0,01 hladine významnosti

Prameň: vlastné výpočty

Prezentované výsledky korelačných analýz svedčia o skutočnosti, že väčšina faktorov metodiky aDM&A štatisticky významne kladne súvisí. Znamená to, že čím manažéri vyššie skórujú vo faktore synergický potenciál, tým vyššie skórujú vo faktoroch podnikateľské prostredie a investičný benefit. Uvedená charakteristika korelácií platí aj pre faktor podnikateľské prostredie a faktory investičný benefit, resp. finančný manažment. Rovnako ako aj pre koreláciu investičný manažment a finančný manažment. Štatisticky významná korelácia nebola zistená len v prípade analýzy súvislostí medzi synergickým potenciálom a finančným manažmentom.

Hodnoty korelačných koeficientov poukazujú na skutočnosť, že extrahované faktory tvoria homogénny celok, ale zároveň identifikujú a špecifikujú, ako je uvedené vyššie, rôzne oblasti súvisiace s predfúzijským a akvizíčným procesom. Dokumentuje to skutočnosť, že aj keď sú niektoré hodnoty štatisticky významné, sú, napríklad z hľadiska koeficientu determinácie, nízke.

Prezentované výsledky boli doplnené aj o výpočet priemerných hodnôt, ktoré respondenti dosiahli v jednotlivých faktoroch metodiky aDM&A, a porovnanie štatistickej významnosti rozdielov medzi posudzovaním týchto faktorov (tabuľka 4). Uvedené porovnanie bolo uskutočnené Friedmanovým testom. Výsledok tohto testu bol štatisticky významný na hladine významnosti 0,000.

Získané výsledky matematicko-štatistickej analýzy potvrdili štatisticky významné rozdiely v posúdení jednotlivých faktorov metodiky aDM&A. Respondenti najvyššie skórovali vo faktore podnikateľské prostredie, následne vo faktore synergický potenciál a finančný manažment. Najnižšie skóre bolo zistené pri posúdení faktora investičný benefit. Najvyšší význam, podľa posúdenia manažérmi týchto podnikov, súvisel so strategickou príbuznosťou medzi podnikom nadobúdateľa a cieľovým podnikom,

zohľadnením kultúrnych aspektov a z toho prameniacych odlišností, geografického umiestnenia investícií, prístupom a kompatibilitou cieľového podniku s infraštruktúrou informačného systému podniku nadobúdateľa. Uvedené zistené rozdiely je však nevyhnutné interpretovať v kontexte pozitívneho posúdenia všetkých extrahovaných faktorov vo fáze pred-fúzijského a akvizičného procesu.

Tabuľka 4 | Rozdiely v posúdení jednotlivých faktorov metodiky aDM&A

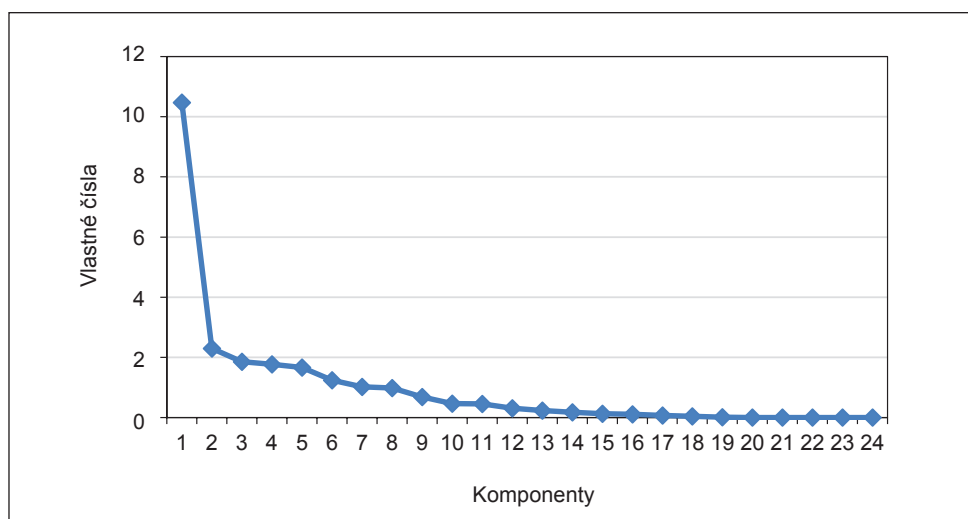
	Priemerná hodnota
synergický potenciál	3,1833
podnikateľské prostredie	3,2833
investičný benefit	3,0067
finančný manažment	3,0667

Prameň: vlastné výpočty

3.2 Výsledky postfúzijského a akvizičného procesu cezhraničných fúzií a akvizícií a ich diskusia

Prostredníctvom faktorovej analýzy (metóda Principal Component Analysis a Varimax Rotation) bolo extrahovaných päť kľúčových faktorov vnímania postfúzijského a akvizičného procesu – stratégia zjednotenia, podnikový manažment, vnútorné prostredie podniku, identita podniku, strategický zámer (obrázok 2, tabuľka 5).

Obrázok 2 | Indexový graf úpätí vlastných čísel (Scree plot) extrahovania faktorov metodiky pDM&A



Prameň: vlastné výpočty

Tabuľka 5 | Faktorová štruktúra metodiky pDM&A

	Faktory				
	stratégia zjednotenia	podnikový manažment	vnútorné prostredie podniku	identita podniku	strategický zámer
Vytvorenie postakvizičnej stratégie na začiatku procesu		0,504			
Určenie stupňa postakvizičnej integrácie: rozsiahly, mierny, žiadne narušenie autonómie cieľového podniku	0,584				
Vyvinutie formálneho plánu integrácie top manažérskymi tímami obidvoch podnikov					0,575
Rýchly postup podľa plánu	0,631				
Okamžité zapojenie nových manažérov do cieľového podniku				0,686	
Efektívna komunikačná stratégia za účelom dobrého informovania zamestnancov cieľového podniku	0,795				
Poskytnutie dostatočných zdrojov pre postakvizičnú integráciu			0,529		
Kompenzácia na zlepšenie cash-flow, rozdiely v manažérskom štýle medzi spojenými podnikmi		0,621			
Okamžité oznámenie kariéry ovplyvňujúce postakvizičné plány: kľúčové role, zodpovednosť, prepúšťacie plány a pod.	0,685				
Identifikácia a zachovanie kľúčových zamestnancov a manažérov v cieľovom podniku				0,548	
Vytvorenie nových výkonnostných programov hodnotenia					0,858
Vytvorenie nových tréningových a rozvojových programov	0,613				
Rozdiely v manažérskom štýle medzi spojenými podnikmi		0,909			
Stupeň centralizácie a autonómie zamestnancov cieľového podniku					0,774
Prispôbenie/asimilácia kultúrnych systémov nadobúdateľa (hodnoty, normy) do kultúry cieľového podniku			0,777		
Jednota medzi dvoma podnikmi	0,826				
Vytvorenie efektívneho zdrojového alokačného systému		0,676			
Vytvorenie postupov pre budovanie spoločných nástrojov, postupov, praktík, procesov, komunikácie	0,542				
Vytvorenie vhodného vnútorného mechanizmu prenosu kompetencií a aktív medzi/naprieč podnikateľskými jednotkami				0,831	
Integrácia infraštruktúry informačných systémov spájaných podnikov			0,733		
Zosúladenie akvizičného zámeru a operačnej stratégie		0,541			
Identifikácia nového súboru príležitostí pre zlepšenie konkurenčnej pozície podniku po spojení				0,685	
Vytvorenie nového súboru konkurenčných metód: portfólio produktov a služieb					0,586
Vytvorenie nových postupov na analýzu konkurentov	0,792				

Prameň: vlastné výpočty

Extrahované faktory vysvetľujú 75,262 % variancie (tabuľka 6) a bolo možné ich celkom jednoznačne obsahovo špecifikovať. Svedčia o tom aj uspokojivé hodnoty Cronbach's alpha reliability položiek v rámci jednotlivých faktorov, ktoré dosiahli hodnoty väčšie ako 0,80, resp. sa v prípade faktora strategický zámer k tejto hodnote blížili. Tieto faktory vyjadrujú vo svojej komplexnosti potrebu zohľadnenia informácií týkajúcich sa stratégie zjednotenia (Cronbach's alpha: 0,895), podnikového manažmentu (Cronbach's alpha: 0,865), vnútorného prostredia podniku (Cronbach's alpha: 0,847), identity podniku (Cronbach's alpha: 0,809) a strategického zámeru (Cronbach's alpha: 0,787). Tieto faktory súvisia s efektívnym a dlhodobým fungovaním novovzniknutých podnikov.

Tabuľka 6 | Metóda extrahovania hlavných komponentov po Varimax rotácii

	Vlastné čísla	% vysvetlenej variácie	Kumulatívne %
stratégia zjednotenia	5,416	22,565	22,565
podnikový manažment	3,482	14,509	37,074
vnútorné prostredie podniku	3,203	13,345	50,418
identita podniku	3,198	13,324	68,743
strategický zámer	2,764	11,519	75,262

Prameň: vlastné výpočty

Pomenovanie extrahovaných faktorov bolo uskutočnené na základe určitej miery abstrakcie od obsahových špecifik jednotlivých položiek, ktoré sýtia daný faktor. Následne bola uskutočnená generalizácia obsahových kontextov položiek v rámci jednotlivých faktorov (Hečková *et al.*, 2017a; 2017c). Extrahované faktory postfúzijského a akvizičného procesu možno obsahovo, aj so zohľadnením poznatkov, ktoré boli publikované v literatúre, charakterizovať nasledovne:

Stratégia zjednotenia

Stratégia zjednotenia v rámci postfúzijskej a akvizičnej fázy by mala byť plánovaná už od začiatku celého procesu cezhraničnej fúzie či akvizície a mala by byť riadená postupne. Postfúzijsná a akvizičná integrácia zahŕňa komplexný a interaktívny proces vzájomného prispôsobovania sa spájaných podnikov (viac v Birkinshaw *et al.*, 2000; Cantwell, Santangelo, 2002; Angwin, 2004; Angwin, Meadows, 2015). Problémami v rámci postfúzijského a akvizičného procesu integrácie podnikov sa zaoberala Pablo (1994, s. 806), ktorá definovala úrovne integrácie ako „stupeň zmeny po akvizícii v technickej, administratívnej a kultúrnej konfigurácii podniku“. Pri troch úrovniach integrácie: nízkej, strednej a vysokej súčasne identifikovala päť determinantov úrovne integrácie: potreby

strategických úloh, potreby organizačnej úlohy, multikulturalizmu nadobúdateľa, kompatibility vízií a rozdielu výkonu. Podľa Copelanda *et al.* (2000) je jedným z kritických faktorov úspechu v postfúzijskom a akvizičnom štádiu potreba rýchlej adaptácie. Podľa nich musí byť integrácia po fúzii či akvizícii starostlivo naplánovaná a implementovaná, aby sa zabránilo poklesu hodnoty podniku. Podľa Ashkenasa a Francisa (2000) by akvizičná integrácia nemala začať až po spojení podnikov. Mala by sa vopred plánovať a byť riadená súbežne s prebiehajúcim procesom. Stratégia integrácie má byť vnímaná ako diskrétna obchodná funkcia v oblasti marketingu, financií a ľudských zdrojov. Aj následné okamžité oznámenie a rýchla realizácia by mali byť vykonané v súvislosti s rozhodnutiami o štruktúre riadenia, kľúčových rolách a zodpovednostiach, oznamovacích vzťahoch, plánoch prepúšťania, plánoch reštrukturalizácie a ďalších plánoch po akvizícii ovplyvňujúcich kariéru. Na zabezpečenie vopred stanovených cieľov fúzijského a akvizičného procesu by mali nadobúdajúce podniky uplatniť efektívnu komunikačnú stratégiu na udržanie informovanosti zamestnancov (viac v Hečková *et al.*, 2015) a súčasne im vytvoriť vhodné pracovné prostredie. Na základe vhodne zvolenej komunikačnej stratégie môže nadobúdateľ integrovať viaceré odlišné kultúrne aspekty, rôzne politiky v oblasti ľudských zdrojov, rôzne organizačné prístupy a operačné stratégie. Úspešnosť integračného procesu v postfúzijskej a akvizičnej fáze je podmienená aj poskytnutím dostatočných zdrojov pre potreby integrácie v tejto etape. Z hľadiska zjednotenia spájaných podnikov je rovnako dôležité aj vytvorenie nových tréningových a rozvojových programov, postupov pre budovanie spoločných nástrojov, postupov, praktík, procesov, komunikácie za účelom vytvorenia pocitu jednoty pre členov celej organizácie, ako aj nových postupov pre analýzu konkurentov.

Podnikový manažment

Opodstatnenosť podnikového manažmentu v postfúzijskej a akvizičnej etape spočíva v zabezpečení a poskytnutí dostatočných zdrojov pre postakvizičnú integráciu na základe postakvizičnej stratégie vypracovanej na začiatku celej tejto etapy. Stratégia predstavuje determinant základných dlhodobých cieľov podniku, prijatia postupov realizácie procesu a alokovania zdrojov potrebných na realizáciu týchto cieľov. Koncepcia stratégie umožňuje zjednodušiť zložité úlohy vrcholových manažérov. Úlohami vrcholového manažmentu je identifikácia a stanovenie dlhodobých cieľov ich podnikov, ako aj kontrola každodenných operácií ich strategických obchodných jednotiek. Niet pochyb o cieľoch akvizícií spočívajúcich v raste hodnoty podnikov nadobúdateľov a maximalizácii majetku akcionárov. Hodnota akvizície musí závisieť od realizovateľného prevádzkového peňažného toku. Podľa Sirowera (1997, s. 47) sa „synergia dosahuje pri raste peňažných tokov (prostredníctvom vyšších výnosov zo zvýšeného predaja alebo vyšších cien a/alebo nižších nákladov), alebo ak diskontná miera pri plánovaných peňažných tokoch klesne pod úroveň, ktorá reflektuje ceny akcií podnikov pred akvizíciou“. Sirower (1997) zdôraznil zosúladenie strategickej vízie očakávanej akvizície a explicitnej operačnej stratégie. Operačná stratégia ako základný kameň určuje, kde môže dôjsť k akémukoľvek

nárastu nesúladu. Vzhľadom k tomu, že väčšina významných akvizícií bola realizovaná iba s obmedzeným predakvizičným plánovaním, nemá v čase uzatvorenia dohody reálnu prevádzkovú stratégiu. Namiesto toho sa opisuje vízia s pripomienkami k tomu, ako dobre k sebe „ladia“ aktíva nadobúdateľa a cieľového podniku. Prax však potvrdzuje, že bez operačnej stratégie ostáva vízia iba slovami (Sirower, 1997, s. 31). Operačná stratégia musí riešiť spôsob, ktorým bude nový podnik konkurencieschopnejší v celom hodnotovom reťazci podnikov. Akvizície sú však často iba pokusom, ako odvrátiť pozornosť od nedostatkov v kľúčovej oblasti podnikania nadobúdateľa s nádejou, že akvizícia prinesie zázrak.

Vnútročné prostredie podniku

Jedinečnosť kultúrneho aspektu ovplyvňuje prakticky každú oblasť interakcie ľudí v skupine. Kľúčovým aspektom k riadeniu integračného procesu po akvizícii je „získať participáciu ľudí a vytvárať výzvy“ (Haspeslagh, Jemison, 1991, s. 106–107). Kultúra je rozhodujúca pre konfiguráciu celkovej organizačnej štruktúry, pričom ovplyvňuje efektívnosť vnútorného prostredia podniku. Z hľadiska realizácie cezhraničných fúzií a akvizícií môže mať kultúra inštrumentálny vplyv na koordinačné a kontrolné funkcie integrácie podnikov, pretože môže pôsobiť na vytvorenie záväzku voči väčšej organizácii, môže zlepšiť organizačnú spoľahlivosť v integračnom postfúzijskom a akvizičnom procese, ktorý so sebou prináša radikálne zmeny a môže uskutočniť pocit jednoty pre členov celej organizácie. Okrem iného je nedostatočná kultúrna spôsobilosť a kompatibilita často považovaná za významný faktor pri zlyhaní fúzijského a akvizičného procesu (viac Weber, Camerer, 2003; Cartwright, Schoenberg, 2006).

Kultúrne aspekty pri fúziách či akvizíciách podnikov sú obzvlášť dôležité pre vedúcich pracovníkov, ktorých motivácia a odhodlanie majú primárny vplyv na motiváciu zamestnancov (viac v Hečková *et al.* 2015; Kitching, 1967; Harman, 2002). Podľa Schein (1985) vrcholoví manažéri zohrávajú najdôležitejšiu úlohu pri formovaní a transformácii signálov podnikovej kultúry v rámci integrovaných podnikov. V kontexte kultúrnych aspektov je v rámci postfúzijského a akvizičného procesu a jeho úspešnosti dôležité pri súčasnom zabezpečení zdrojov pre potreby postakvizičnej integrácie prispôbiť (asimilovať) kultúrne systémy podniku nadobúdateľa (hodnoty, normy) do kultúry cieľového podniku. Osobitná pozornosť by mala byť venovaná aj informačným systémom a sieťovej infraštruktúre z hľadiska kompatibility a prepojenia medzi nadobúdateľom a cieľovými podnikmi (obdobne ako pri posudzovaní v predfúzijskej a akvizičnej fáze).

Identita podniku

Udržanie, integrácia a motivácia kľúčových zamestnancov spájaných podnikov je kľúčom k úspešnej fúzii alebo akvizícii. Fúzijský a akvizičný proces má vplyv na viaceré podnikové oblasti vrátane asimilácie už spomínaných kultúrnych rozdielov (Weber, Camerer, 2003), integrácie podnikových štruktúr ako aj zjednotenia politiky ľudských zdrojov (Buono, Bowditch, 2003). Uvedené skutočnosti následne ovplyvňujú viaceré

zainteresované strany vrátane akcionárov (spoločníkov), zákazníkov a zamestnancov (Schuler, Jackson, 2001). Akcionári (spoločníci) sa obávajú, pretože akvizície v konečnom dôsledku ovplyvňujú ich investície, najmä v cieľovom podniku. Zákazníci vnímajú dopad fúzie alebo akvizície, keď sa stanú súčasťou väčšej organizácie, za menej osobný. Okrem uvedeného môže mať na zamestnancov najväčší dopad prípadné masívne prepúšťanie, resp. plánované a uskutočnené radikálne zmeny v cieľovom podniku (Bellou, 2006). Marks a Mirvis (1985) identifikovali príznaky „syndrómu fúzie“ ako kľúčový zdroj neuspokojivých výsledkov inak dobre naplánovaných fúzií akvizícií. „Syndróm fúzie“ (angl. Merger syndrome) brzdí hladký priebeh integračného procesu fúzií a akvizícií, zlepšenie produktivity, ako aj fluktuáciu zamestnancov. Podľa nich možno syndróm fúzie klasifikovať do troch dimenzií: osobných, organizačných a kultúrnych. Za ďalšie dimenzie považujú: (1) osobná starostlivosť; (2) najhoršie scenáre; (3) šírenie negatívnej povesti; (4) odchýlky od výkonu práce a (5) psychosomatické reakcie. Identifikácia a zachovanie kľúčových zamestnancov a manažérov v cieľovom podniku, ako aj okamžité zapojenie nových manažérov do cieľového podniku môže mať významný vplyv na tvorbu hodnoty podniku po fúzii či akvizícii. Dôležitosť ľudského faktora pri úspešnom spojení podnikov podmieňuje efektívnosť vytvorenia vhodného vnútorného mechanizmu prenosu kompetencií a aktív medzi podnikateľskými jednotkami. Takto vytvorená nová identita podniku, rešpektujúca a zohľadňujúca parciálne determinanty v jednotlivých podnikových aspektoch, umožňuje identifikovať nový súbor príležitostí umožňujúcich zlepšenie konkurenčnej pozície podnikov po fúzii alebo akvizícii.

Strategický zámer

Jasne definovaný strategický zámer v postfúzijnej a akvizičnej fáze je dôležitý pre dosiahnutie očakávaných synergií z celej kooperačnej transakcie. Podstata strategického zámeru vo fáze riadenia po realizácii cezhraničnej fúzie alebo akvizície spočíva v ambicióznej vízii, ktorú chápú a zdieľajú akcionári (spoločníci) a manažment. Lídri majú víziu a stratégiu pre dosiahnutie tejto vízie, ktorá takmer vždy presahuje rámec bezprostrednej transakcie (viac Smith, Hersmann 1997, s. 40; Širá *et al.*, 2016; Kotulič *et al.*, 2016). Dôležitou súčasťou a nevyhnutnou podmienkou úspešnosti postfúzijnej a akvizičnej etapy je vytvorenie formálneho plánu integrácie top manažérskymi tímami spájaných podnikov s presnou špecifikáciou stupňa centralizácie a autonómie zamestnancov cieľového podniku a s vytvorením nových výkonnostných programov hodnotenia. Veľké množstvo podnikov robí chybu, ak sa pokúšajú o spojenie bez presadenia vízie, ktorá by smerovala podľa akčného plánu integrácie, definovala požadovaný postfúzijný a akvizičný stav nadobúdateľa i cieľového podniku s presným zadefinovaním základných procesov a systémov riadenia. Po uzavretí fúzijného alebo akvizičného obchodu musí nadobúdajúci podnik zlepšiť svoje konkurenčné postavenie na základe vytvorenia nového súboru konkurenčných metód, aby účinne konkuroval, udržal svoje konkurenčné výhody a súčasne dosiahol zamýšľané synergické výhody. Konkurenčná metóda môže byť definovaná ako zdroj série pozitívnych peňažných tokov počas jej ekonomického života a predstavuje portfólio určitých foriem výrobkov a/alebo služieb (viac v Pearce

et al., 1997). K najčastejšie používaným konkurenčným metódam patria napríklad: strategické aliancie, technologické inovácie, branding, medzinárodná expanzia, franchising a manažérske poplatky, core business manažment, diverzifikácia podnikania a pod.

O vhodnosti uvedenej faktorovej štruktúry metodiky pDM&A svedčia tiež vypočítané hodnoty interkorelačných koeficientov medzi jednotlivými extrahovanými faktormi (tabuľka 7).

Tabuľka 7 | Interkorelačné koeficienty medzi jednotlivými extrahovanými faktormi metodiky pDM&A

		podnikový manažment	vnútorné prostredie podniku	identita podniku	strategický zámer
stratégia zjednotenia	Pearson Correlation	0,613**	0,659**	0,622**	0,434**
	Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	0,000	0,000
podnikový manažment	Pearson Correlation		0,675**	0,612**	0,515**
	Sig. (2-tailed)		0,000	0,000	0,000
vnútorné prostredie podniku	Pearson Correlation			0,437**	0,539**
	Sig. (2-tailed)			0,000	0,000
identita podniku	Pearson Correlation				0,391**
	Sig. (2-tailed)				0,000

**štatistická významnosť na 0,01 hladine významnosti

Prameň: vlastné výpočty

Prezentované výsledky korelačných analýz svedčia o skutočnosti, že všetky faktory metodiky pDM&A štatisticky významne kladne súvisia. Znamená to, že čím manažéri vyššie skórujú vo faktore stratégia zjednotenia, tým vyššie skórujú vo faktoroch podnikový manažment, vnútorné prostredie podniku, identita podniku a strategický zámer. Uvedená charakteristika korelácií platí aj pre ostatné faktory. Hodnoty korelačných koeficientov poukazujú na skutočnosť, že extrahované faktory tvoria homogénny celok, ale zároveň hodnota korelačných koeficientov poukazuje na to, že identifikujú a špecifikujú rôzne oblasti súvisiace s postfúzijským a akvizičným procesom.

Prezentované výsledky boli doplnené aj o výpočet priemerných hodnôt, ktoré respondenti dosiahli v jednotlivých faktoroch metodiky pDM&A, a porovnanie štatistickej významnosti rozdielov medzi posudzovaním týchto faktorov (tabuľka 8). Uvedené porovnanie bolo uskutočnené Friedmanovým testom. Výsledok tohto testu bol štatisticky významný na hladine významnosti 0,000.

Tabuľka 8 | Rozdiely v posúdení jednotlivých faktorov metodiky pDM&A

	Priemerná hodnota
stratégia zjednotenia	2,9583
podnikový manažment	3,0067
vnútorné prostredie podniku	3,1333
identita podniku	2,9917
strategický zámer	3,0417

Prameň: vlastné výpočty

Získané výsledky matematicko-štatistickej analýzy potvrdili štatisticky významné rozdiely v posúdení jednotlivých faktorov metodiky pDM&A. Respondenti najvyššie skórovali vo faktore vnútorné prostredie podniku, následne vo faktore strategický zámer a podnikový manažment. Najnižšie skóre bolo zistené pri posúdení faktora identita podniku a stratégia zjednotenia. Uvedené zistené rozdiely je však nevyhnutné interpretovať v kontexte pozitívneho posúdenia všetkých extrahovaných faktorov vo fáze postfúzijského a akvizičného procesu.

Diskusia a záver

Rozhodnutia smerujúce k realizácii fúzie alebo akvizície ako jednej z alternatív pre dosiahnutie strategických cieľov podniku sa opierajú predovšetkým o všeobecnú snahu o zvýšenie efektívnosti, finančné a kapitálové motívy, trhové motívy. V súčasnom ekonomickom prostredí nemožno medzi motívmi fúzií a akvizícií opomenúť ani nevyhnutnosť reštrukturalizácie či snahu predísť bankrotu podnikov v dôsledku často neočakávaných a rušivých zmien, ktoré v krátkom časovom období spôsobia vážnu krízu likvidity a rýchly pokles hodnoty pre vlastníkov podniku. Tieto transakcie sú zložité a citlivé na načasovanie.

Rešerš aktuálneho stavu poznania problematiky fúzií a akvizícií v rovine ekonomickej, právnej i manažérskej a v niekoľkých fázach realizovaný vlastný empirický výskum priniesol rad parciálnych výsledkov a záverov (viac v Hečková *et al.*, 2016b; 2017a; 2017b). Aj napriek rozsiahlemu empirickému materiálu, ktorý bol základom pre analýzu, nebolo možné vyhodnotiť všetky špecifiká a možné kombinácie faktorov, ktoré môžu ovplyvniť priebeh a posttransakčný vývoj v podnikoch či už v pozitívnom alebo negatívnom zmysle.

Na základe výsledkov faktorovej analýzy, výpočtu Cronbach's alpha, interkorelačnej analýzy môžeme konštatovať, že medzi najdôležitejšie faktory vnímania v predfúzijskej a akvizínej etape patria podnikateľské prostredie, synergický potenciál, finančný manažment a investičný benefit. Potvrdzujú to parciálne výsledky výskumov prezentované vo viacerých zahraničných štúdiách (ako napríklad Sirower, 1997; Larsson, Finkelstein, 1999;

Sirower, Sahní, 2006; Ficery *et al.*, 2007; Barney, 1988; Björkman *et al.*, 2007; Stahl, Voigt, 2008; Kim, Olsen, 1999; Fuller *et al.*, 2002; Konkolski, 2011; Hečková *et al.*, 2017b a ďalšie).

Akvizičnú stratégiu potom možno považovať za cestu k rastu hodnoty podniku, resp. nástroj pre prestavbu podnikovej štruktúry i nástroj diverzifikácie rizika. Kooperačná forma podnikania, ktorá vznikla cezhraničnou fúziou alebo akvizíciou však nesúvisí len s finančnými zdrojmi a investíciami. Významne prispieva k synergickému efektu výmeny skúseností medzi partnermi, integrovaniu know-how, zlepšeniu pozície na trhu, zmierneniu rizík podnikania, zníženiu transakčných nákladov a pod. Všetky tieto faktory sa premietli aj v konceptoch extrahovaných atribútoch v postfúzijskom a akvizičnom procese, a to v stratégii zjednotenia, v oblasti podnikového manažmentu, vo vnútornom prostredí podniku, v identite podniku a v strategickom zámere. Potvrdzujú to aj výsledky prezentované v štúdiách Hečkové *et al.* (2017a; 2017c). Problémami v rámci postfúzijského a akvizičného procesu integrácie podnikov sa zaoberala aj Pablo (1994), ktorá definovala úrovne integrácie ako „stupň zmeny po akvizícii v technickej, administratívnej a kultúrnej konfigurácii podniku“. Pri troch úrovniach integrácie – nízkej, strednej a vysokej – súčasne identifikovala päť determinantov úrovne integrácie: potreby strategických úloh, potreby organizačnej úlohy, multikulturalizmu nadobúdateľa, kompatibility vízií a rozdielu výkonu. Podľa Copelanda *et al.* (2000) je jedným z kritických faktorov úspechu v postfúzijskom a akvizičnom štádiu potreba rýchlej adaptácie. Podľa nich musí byť integrácia po fúzii či akvizícii starostlivo naplánovaná a implementovaná, aby sa zabránilo poklesu hodnoty podniku. Podľa Ashkenasa a Francisa (2000) by akvizičná integrácia nemala začať až po spojení podnikov. Mala by sa vopred plánovať a byť riadená súbežne s prebiehajúcim procesom. Stratégia integrácie má byť vnímaná ako diskretna obchodná funkcia v oblasti marketingu, financií a ľudských zdrojov. Aj následné okamžité oznámenie a rýchla realizácia by mali byť vykonané v súvislosti s rozhodnutiami o štruktúre riadenia (Rajnoha *et al.*, 2016), kľúčových rolách a zodpovednostiach, oznamovacích vzťahoch, plánoch prepúšťania, plánoch reštrukturalizácie a ďalších plánoch po akvizícii ovplyvňujúcich kariéru.

Obohatenie poznania v oblasti problematiky fúzií a akvizícií na báze prezentovaných výsledkov možno špecifikovať v dvoch oblastiach. Z metodologického uhla pohľadu je prínosom pre poznanie v danej oblasti návrh a overenie metodiky aDM&A a metodiky pDM&A, ktorej použitie môže prispieť k zvýšeniu efektívnosti pri rozhodovaní a realizácii v predfúzijskej a akvizičnej fáze a k fungovaniu a rozvoju novovzniknutých podnikov v postfúzijskej a akvizičnej fáze procesu cezhraničných fúzií a akvizícií. Z teoretického hľadiska je prínosom identifikovanie a následné špecifikovanie podstatných atribútov procesu samotných fúzií a akvizícií a konceptu postfúzijských a akvizičných procesov. Extrahovanie uvedených atribútov umožňuje uskutočniť nielen vymedzenie teoretického konceptu týchto procesov, ale aj ich implementáciou v praxi prispieť k zvýšeniu efektívnosti ich praktickej realizácie a k udržaniu efektov týchto procesov z dlhodobého hľadiska. Prezentované výsledky svedčia o existencii štrukturálnych faktorov v rámci procesov v pred- a postfúzijskej a akvizičnej etape. V tomto kontexte je potrebné

upozorniť na otázku zmysluplnej miery všeobecnosti vymedzenia týchto faktorov, resp. miery abstrakcie, ktorá je nevyhnutná pri tomto vymedzení. Zároveň je potrebné zvážiť aj otázku transsituačnosti a univerzálnosti pôsobenia týchto faktorov, resp. nakoľko sa v konkrétnom procese fúzie alebo akvizície tieto faktory uplatňujú a akú majú váhu. V príspevku je prezentovaný jeden z možných pohľadov na túto problematiku.

Literatúra

- Angwin, D. N. (2004). Speed in M&A Integration: the First 100 days. *European Management Journal*, 22(4), 418–430, <https://doi.org/10.1016/j.emj.2004.06.005>
- Angwin, D. N., Meadows, M. (2015). New Integration Strategies for Post-acquisition Management. *Long Range Planning*, 48(4), 235–251, <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2014.04.001>
- Ashkenas, R. N., Francis, S. C. (2000). Integration Managers: Special Leaders for Special Times. *Harvard business review*, 78(6), 108–116.
- Asquith, P., Bruner, R. F., Mullins, Jr. D. W. (1983). The Gains to Bidding Firms from Merger. *Journal of Financial Economics*, 11(1–4), 121–139, [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(83\)90007-7](https://doi.org/10.1016/0304-405x(83)90007-7)
- Barney, J. (1988). Returns to Bidding Firms in Mergers and Acquisitions: Reconsidering the Relatedness Hypothesis. *Strategic Management Journal*, 9(S1), 71–78, <https://doi.org/10.1002/smj.4250090708>
- Bellou, V. (2006). Psychological Contract Assessment After a Major Organizational Change: The Case of Mergers and Acquisitions. *Employee Relations*, 29(1), 68–88, <https://doi.org/10.1108/01425450710714487>
- Birkinshaw, J., Bresman, H., Håkanson, L. (2000). Managing the Post-acquisition Integration Process: How the Human Integration and Task Integration Processes Interact to Foster Value Creation. *Journal of Management Studies*, 37(3), 395–425, <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00186>
- Björkman, I., Stahl, G. K., Vaara, E. (2007). Cultural Differences and Capability Transfer in Cross-border Acquisitions: The Mediating Roles of Capability Complementarity, Absorptive Capacity, and Social Integration. *Journal of International Business Studies*, 38(4), 658–672, <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400287>
- Buono, A. F., Bowditch, J. L. (2003). *The Human Side of Mergers and Acquisitions: Managing Collisions between People, Cultures, and Organizations*. Washington, DC: Beard Books. ISBN 978-15-879-8176-0.
- Bureau van Dijk (2017). *Zephyr*. Údaje za obdobie 2010–2016. Dostupné z: <http://www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/economic-and-m-a/m-a-data/zephyr>
- Cantwell, J., Santangelo, G. D. (2002). M&As and the Global Strategies of TNCs. *Developing Economies*, 40(4), 400–434, <https://doi.org/10.1111/j.1746-1049.2002.tb00921.x>
- Caprio, L., Croci, E., Giudice, A. D. (2011). Ownership Structure, Family Control, and Acquisition Decisions. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1636–1657, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.09.008>
- Cartwright, S., Schoenberg, R. (2006). Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities. *British journal of management*, 17(S1), S1–S5, <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2006.00475.x>

- Chang, S., Chang, I., Wang, T. (2014). Information Systems Integration after Merger and Acquisition. *Industrial Management & Data Systems*, 114(1), 37–52, <https://doi.org/10.1108/imds-03-2013-0157>
- Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* New York: John Wiley & Sons. ISBN 978-04-713-6190-9.
- Ernst & Young (1994). *Mergers & Acquisitions*. New York: John Wiley & Sons. ISBN 978-0-471-57818-5.
- Ficery, K., Herd, T., Pursche, B. (2007). Where has All the Synergy Gone? The M&A Puzzle. *Journal of Business Strategy*, 28(5), 29–35, <https://doi.org/10.1108/02756660710820802>
- Fuller, K., Netter, J., Stegemoller, M. (2002). What do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions. *The Journal of Finance*, 57(4), 1763–1793, <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00477>
- Goergen, M., Renneboog, L. (2004). Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids. *European Financial Management*, 10(1), 9–45, <https://doi.org/10.1111/j.1468-036x.2004.00239.x>
- Harman, K. (2002). Merging Divergent Campus Cultures Into Coherent Educational Communities: Challenges for Higher Education Leaders. *Higher Education*, 44(1), 91–114.
- Haspeslagh, P., Jemison, D. B. (1991). *Managing Acquisitions*. New York: The Free Press. [Cit. 2017-03-18] ISBN 978-0029141656.
- Hečková, J., Chapčáková, A., Badida, P. (2014). Aktuálne problémy ohodnocovania podnikov pri fúziách a akvizíciách a ich riešenie. *Ekonomický časopis*, 62(7), 743–766.
- Hečková, J., Birknerová, Z., Chapčáková, A. (2015). Zarządzanie zasobami ludzkimi kluczowym narzędziem w przejęciach i fuzjach. *Gospodarka i finanse: wspólne wyzwania rozwoju społeczno-ekonomicznego Polski i Europy*, 6, 227–232.
- Hečková, J., Chapčáková, A., Litavcová, E., Tarča, A. (2016a). Cross-border M&A in Services and Manufacturing Sector within European Area. In: *Production Management and Engineering Sciences: Scientific Publication of the International conference on Engineering science and Production Management (ESPM 2015)*, Tatranská Štrba, High Tatras Mountains, Slovak Republic, 16-17 April 2015. Leiden: CRC Press, 2016, 377–381. ISBN 978-1-138-02856-2.
- Hečková, J., Chapčáková, A., Litavcová, E. (2016b). *Analytický pohľad na aspekty determinujúce vývoj cezhraničných fúzií a akvizícií v európskom priestore*. Praha: Radix. ISBN 978-80-87573-25-9.
- Hečková, J., Frankovský, M., Birknerová, Z., Chapčáková, A., Zbihlejová, L. (2017a). Analysis of the Post Merger and Acquisition Process of Implementation of the Cross-border Mergers and Acquisitions by Means of the pDM&A Methodology. *Journal of Management and Business: Research and Practice*, 9(2), 26–34.
- Hečková, J., Frankovský, M., Birknerová, Z., Chapčáková, A., Zbihlejová, L. (2017b). Cross-border Mergers and Acquisitions in the Context of Key Determinants of Their Implementation in the Pre-merger-and-acquisition Process. *New Trends and Issues Proceedings on Humanities and Social Sciences*, 4(10), 442–450 (Selected Paper of 6th World Conference on Business, Economics and Management (WBEM 2017), 4-6 May 2017. Kyrenia (North Cyprus), 2017). ISSN 2547-8818, <https://doi.org/10.18844/prosoc.v4i10.3115>
- Hečková, J., Frankovský, M., Birknerová, Z., Chapčáková, A., Zbihlejová, L. (2017c). Cross-border Mergers and Acquisitions in the Context of the Key Determinants of Their Reflection in the Post-merger-and-acquisition Process. In: *Proceedings of the Sixth European Academic Research Conference on Global Business, Economics, Finance and Social Sciences (EAR17Italy Conference)*. Rome, 1-3 July 2017. ISBN 978-1-943579-95-2.

- Kim, K. H., Olsen, M. D. (1999). Determinants of Successful Acquisition Processes in the US Lodging Industry. *International Journal of Hospitality Management*, 18(3), 285–307, [https://doi.org/10.1016/s0278-4319\(99\)00028-6](https://doi.org/10.1016/s0278-4319(99)00028-6)
- Kitching, J. (1967). Why do Mergers do Miscarry? *Harvard Business Review*, 45(6), 84–101.
- Kiseľáková, D., Šofranková, B. (2015). Effects and Risks of Mergers and Acquisitions on Entrepreneurship in Banking and Finance: Empirical Study from Slovakia. *Review of European studies*, 7(7), 23–35, <https://doi.org/10.5539/res.v7n7p23>
- Kislingerová, E. et al. (2004). *Manažerské finance*. Praha: C. H. Beck. ISBN 80-7179-802-9.
- Kislingerová, E., Nový, I. et al. (2005). *Chování podniku v globalizujícím se prostředí*. Praha: C. H. Beck. ISBN 80-7179-847-9.
- Konkolski, S. (2011). Strukturalizace a analýza faktorů ovlivňujících efektivnost fúzí a akvizic. *Acta academica karviniensia*, 4, 104–124.
- Kotulič, R., Adamišín, P., Dubravská, M., Kravčáková Vozárová, I., Vavrek, R. (2016). Status of Foreign Direct Investments and Their Relationship to Selected Economic Indicator of the Sustainable Development in the Slovak Republic - Localization Factors of Foreign Direct Investment Allocation and their Spatial Differentiation. *Journal of applied economic sciences*, 11(1), 86–96.
- Larsson, R., Finkelstein, S. (1999). Integrating Strategic, Organizational, and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization. *Organization Science*, 10(1), 1–26, <https://doi.org/10.1287/orsc.10.1.1>
- Love, L. (1990). *Technology Driven Deals in Mergers and Acquisitions: How Are They Different?* The Corporate Growth Report.
- Mackenzie, I. (2014). Podnikové sítě a soutěžní právo. *GRANT journal*, 3(1), 42–46.
- Mackenzie, I. (2016). Akvizice & přeměny ve strategickém řízení. Doktorská disertační práce. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta podnikohospodářská.
- Marks, M. L., Mirvis, P. (1985). Merger Syndrome: Stress and Uncertainty. *Mergers & Acquisitions*, 20(2), 50–55.
- Matsusaka, J. G. (1993). Motives during the Conglomerate Merger Wave. *The Rand Journal of Economics*, 24(3), 357–379.
- Mercer, Z. Ch. (2002). An Integrated Theory of Business Valuation. *ASA/CICBC 5th Joint Advanced Business Valuation Conference*, Orlando.
- Mercer, Z. Ch., Harms, T. W. (2008). *Business Valuation: An Integrated Theory*. New York: Wiley Finance. ISBN 978-0-470-1481-6.
- Pablo, A. L. (1994). Determinants of Acquisition Integration Level: A Decision-making Perspective. *Academy of Management Journal*, 37(4), 803–836, <https://doi.org/10.2307/256601>
- Pearce, J. A., Robinson, R. B., Subramanian, R. (1997). *Strategic Management: Formulation, Implementation, and Control*. Chicago Illinois: Irwin. ISBN 978-0256154788.
- Rajnoha, R., Štefko, R., Merková, M. et al. (2016). Business Intelligence as a Key Information and Knowledge Tool for Strategic Business Performance Management. *E&M Ekonomie a management*, 19(1), 183–203, <https://doi.org/10.15240/tul/001/2016-1-013>
- Schein, E. H. (1985). *Organizational Culture and Leadership: A Dynamic View*. San Francisco: Jossey-Bass. ISBN 978-0875896397.
- Schuler, R., Jackson, S. (2001). HR Issues and Activities in Mergers and Acquisitions. *European Management Journal*, 19(3), 239–253, [https://doi.org/10.1016/s0263-2373\(01\)00021-4](https://doi.org/10.1016/s0263-2373(01)00021-4)

- Sirower, M. L. (1997). *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*. New York: The Free Press. [Cit. 2017-03-15] ISBN 978-06-848-3255-5.
- Sirower, M. L., Sahni, S. (2006). Avoiding the Synergy Trap: Practical Guidance on M&A Decisions for CEOs and Boards. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(3), 83–95, <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2006.00101.x>
- Smith, K. W., Hershman, S. E. (1997). How M&A Fits Into a Real Growth Strategy. *Mergers & Acquisitions*, September/October, 38–42. [Cit. 2017-02-25]
- Stahl, G. K., Voigt, A. (2008). Do Cultural Differences Matter in Mergers and Acquisitions? A Tentative Model and Examination. *Organization science*, 19(1), 160–176, <https://doi.org/10.1287/orsc.1070.0270>
- Širá, E., Kravčáková Vozárová, I., Radvanská, K. (2016). Using of Risk Management at Small and Medium-sized Companies in the Slovak Republic. *Ekonomičnyj časopys - XXI=Economic annals – XXI*, 156(1–2), 71–73, <https://doi.org/10.21003/ea.v156-0016>
- Trautwein F. (1990). Merger Motives and Merger Prescriptions. *Strategic Management Journal*, 11(4), 283–295, <https://doi.org/10.1002/smj.4250110404>
- Weber, R. A., Camerer, C. F. (2003). Cultural Conflict and Merger Failure: An Experimental Approach. *Management science*, 49(4), 400–415, <https://doi.org/10.1287/mnsc.49.4.400.14430>