

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
PODNIKOVĽHOSPODÁRSKA FAKULTA
SO SÍDLOM V KOŠICIACH**

Evidenčné číslo: 107002/D/2019/3062501853

**AKVIZÍCIA AKO NÁSTROJ
ZVYŠOVANIA VÝKONNOSTI PODNIKU**

Dizertačná práca

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
PODNIKOVOHOSPODÁRSKA FAKULTA
SO SÍDLOM V KOŠICIACH**

**AKVIZÍCIA AKO NÁSTROJ
ZVYŠOVANIA VÝKONNOSTI PODNIKU**

Dizertačná práca

Študijný program: ekonomika a manažment podniku
Študijný odbor: ekonomika a manažment podniku
Školiace pracovisko: katedra kvantitatívnych metód
Vedúci záverečnej práce: Dr. h. c. prof. RNDr. Michal Tkáč, CSc.

Košice 2019

Ing. Peter Remiáš

Zadanie záverečnej práce (vo vytlačenej verzii nahradit' stranou z AIS-u).

Čestné vyhlásenie

Čestne vyhlasujem, že záverečnú prácu som vypracoval samostatne a že som uviedol všetku použitú literatúru.

Dátum:

.....

(podpis študenta)

Podakovanie

Úprimné podakovanie chcem vysloviť všetkým, ktorí mi boli akoukoľvek formou nápomocní pri spracovaní dizertačnej práce. Moje osobitné podakovanie patrí školiteľovi Dr. h. c. prof. RNDr. Michalovi Tkáčovi, CSc., za odborné vedenie, cenné rady, čas a pomoc, nie len pri spracovaní dizertačnej práce, ale počas celého doktorandského štúdia.

ABSTRAKT

REMIÁŠ, Peter: *Akvizícia ako nástroj zvyšovania výkonnosti podniku* – Ekonomická univerzita v Bratislave. Podnikovohospodárska fakulta so sídlom v Košiciach; Katedra kvantitatívnych metód. – Vedúci záverečnej práce: Dr. h. c. prof. RNDr. Michal Tkáč, CSc. – Košice: PHF EU, 2019, počet strán 103.

Cieľom záverečnej práce je: je zamerať sa na možnosti procesu akvizície a jeho potenciál v oblasti zvyšovania výkonnosti podniku v podobe čistej ziskovej marže a návratnosti vlastného kapitálu. Práca je rozdelená do 5 kapitol. Obsahuje 6 obrázkov, a 22 tabuliek. Prvá kapitola je venovaná: Problematike akvizícií, definuje základné pojmy, druhy a motívy akvizícií, približuje hlavné fázy akvizičného procesu a zameriava sa aj na meranie výkonnosti podniku. V ďalšej časti sa charakterizuje: hlavný a čiastkové ciele, ktoré bolo potrebné naplniť. Nasledujúca sekcia popisuje použitú metodiku a metódy dizertačnej práce, vysvetľuje metódu najmenších štvorcov a charakterizuje použité údaje.

Podľa dosiahnutých výsledkov platí, dopad akvizícií na výkonnosť podnikov je štatisticky významný, a v jednotlivých obdobiach a geografických lokalitách sa môže líšiť. V predkrízovom období mal pri európskych podnikoch objem akvizícií k základnému imaniu výrazne pozitívny dopad ako na ich čistú ziskovú maržu, tak aj na návratnosť vlastného kapitálu, avšak pri amerických spoločnostiach a z globálneho hľadiska vplývali akvizície na výkonnosť podnikov negatívne.

I keď sú akvizície už dlhodobo predmetom akademického výskumu, ich dopad na výkonnosť podnikov nie je jednoznačný a viaceré štúdie preukázali, že vždy do očakávaných ziskov vyústiť nemusia. Keďže sa jedná o komplexné transakcie, ktoré do veľkej miery ovplyvňujú chod firmy, ovplyvňujú jej štruktúru a schopnosť vytvárať hodnotu, detailnejšie poznanie a pochopenie determinantov ich úspechu ich realizátorov by mohlo prispieť k efektívnejšiemu rozhodovaniu podnikateľských subjektov a nárastu výkonnosti globálneho hospodárstva.

Kľúčové slová:

akvizície, kapitál, návratnosť vlastného kapitálu, podnik, výkonnosť, ziskovosť

ABSTRACT

REMIÁŠ, Peter: *Acquisition as a tool to boost enhance business performance* – University of Economics in Bratislava. Faculty of Business Economics in Košice; Department of Quantitative methods. – Supervisor: Dr. h. c. prof. RNDr. Michal Tkáč, CSc. – Košice: PHF EU, 2019, pages 103.

The aim of the thesis is: to focus on the possibilities of the acquisition process and its potential to increase the performance of the company in the form of net profit margin and return on equity. The thesis is divided into 5 chapters. Contains 6 images, and 22 tables. The first chapter is devoted to: Acquisition issues, it defines the basic concepts, types and motives of acquisitions, outlines the main stages of the acquisition process and also focuses on the measurement of business performance. The following section describes the main and partial goals that have to be met. Next section describes the methodology and methods used for the dissertation, explains the ordinary least squares method and characterizes the data used.

According to the results achieved, the impact of acquisitions on business performance is statistically significant, and may vary from period to period and geographic location. In the pre-crisis period, the volume of acquisitions to book value of capital in European businesses had a significantly positive impact on both their net profit margin and return on equity, but for US companies and globally, acquisitions had a negative impact on performance.

While acquisitions have long been the subject of academic research, their impact on business performance is not clear, and several studies have shown that they do not always have to result in expected profits. As these are complex transactions that greatly affect the company's operations, its structure and ability to create value, more detailed knowledge and understanding of the determinants of their successes could contribute to more effective decision-making by businesses and increased global economic performance.

Key words:

acquisitions, capital, enterprise, performance, profitability, return on equity

OBSAH

Úvod.....	12
1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí.....	14
1.1 <i>Akvizície</i>	14
1.1.1 Základné pojmy	14
1.1.2 Druhy akvizícií	21
1.1.3 Motívy akvizícií.....	22
1.1.5 Proces akvizície	25
1.2 <i>Hlavné fázy akvizičného procesu</i>	27
1.3 <i>Meranie výkonnosti podniku</i>	35
1.3.1 Economic value added – EVA	38
1.3.2 Hodnota pridaná trhom – MVA.....	42
1.3.3 Economic profit	42
1.3.4 Peňažná pridaná hodnota – CVA.....	43
1.3.5 Model INFA	43
2 Cieľ práce	47
3 Metodika práce a metódy skúmania	48
3.1 <i>Metóda najmenších štvorcov</i>	48
3.1.1 Príklady využitia metódy najmenších štvorcov	48
3.1.2 Charakteristika metódy najmenších štvorcov	49
3.2 <i>Popis údajov</i>	52
4 Výsledky práce	56
4.1 <i>Aktuálne údaje</i>	56
4.1.1 Európske podniky	56
4.1.2 Americké podniky	60
4.1.3 Celková vzorka	63
4.2 <i>Údaje za rok 2017</i>	66
4.2.1 Európske podniky	66
4.2.2 Americké podniky	69
4.2.3 Celková vzorka	71
4.3 <i>Údaje za rok 2006</i>	74
4.3.1 Európske podniky	74
4.3.2 Americké podniky	77
4.3.3 Celková vzorka	80
5 Diskusia.....	83
Záver	94
Zoznam použitej literatúry	96

Zoznam ilustrácií a zoznam tabuliek

Obrázok 1 Model INFA	44
Obrázok 2 Väzba krátkodobej a dlhodobej výkonnosti podniku v modeli INFA ...	45
Obrázok 3 Rozdiel medzi skutočnými koeficientmi α a β a použitím ich odhadov	51
Obrázok 4 Celosvetová aktivita v oblasti fúzií a akvizícií v roku 2018	83
Obrázok 5 Medzinárodné transakcie v oblasti fúzií a akvizícií v roku 2018.....	84
Obrázok 6 Rozdelenie fúzií a akvizícií v roku 2018 podľa sektorov.....	85

Tabuľka 1 Prehľad vzorky údajov podľa odvetví	53
Tabuľka 2 Deskriptívne štatistiky vzorky európskych podnikov za rok 2018	56
Tabuľka 3 Deskriptívne štatistiky vzorky amerických podnikov za rok 2018	56
Tabuľka 4 Deskriptívne štatistiky celkovej vzorky podnikov za rok 2018	57
Tabuľka 5 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke európskych firiem pri analýze čistej ziskovej marže.....	58
Tabuľka 6 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke európskych firiem pri analýze návratnosti vlastného kapitálu	59
Tabuľka 7 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke amerických firiem pri analýze čistej ziskovej marže.....	61
Tabuľka 8 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke amerických firiem pri analýze návratnosti vlastného kapitálu za rok 2018	62
Tabuľka 9 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na globálnej vzorke firiem pri analýze čistej ziskovej marže.....	64
Tabuľka 10 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke globálnych firiem pri analýze návratnosti vlastného kapitálu za rok 2018	65
Tabuľka 11 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke európskych firiem pri analýze čistej ziskovej marže za rok 2017	66
Tabuľka 12 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke európskych firiem pri analýze návratnosti vlastného kapitálu za rok 2017	68
Tabuľka 13 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke amerických firiem pri analýze čistej ziskovej marže.....	69

Tabuľka 14 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke amerických firiem pri analýze návratnosti vlastného kapitálu za rok 2017	71
Tabuľka 15 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke globálnych firiem pri analýze čistej ziskovej marže za rok 2017	72
Tabuľka 16 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke globálnych firiem pri analýze návratnosti vlastného kapitálu za rok 2017	73
Tabuľka 17 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke európskych firiem pri analýze čistej ziskovej marže za rok 2006	75
Tabuľka 18 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke európskych firiem pri analýze návratnosti vlastného kapitálu	76
Tabuľka 19 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke amerických firiem pri analýze čistej ziskovej marže za rok 2006	78
Tabuľka 20 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke amerických firiem pri analýze návratnosti vlastného kapitálu za rok 2006	79
Tabuľka 21 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na celosvetovej vzorke firiem pri analýze čistej ziskovej marže za rok 2006	80
Tabuľka 22 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke globálnych firiem pri analýze návratnosti vlastného kapitálu za rok 2018	81
Tabuľka 23 Výsledky modelov za rok 2018	88
Tabuľka 24 Výsledky modelov za rok 2017	89
Tabuľka 25 Výsledky modelov za rok 2006	90

Zoznam skratiek a značiek

CVA – peňažná pridaná hodnota

EVA – ekonomická pridaná hodnota

EBIT – zisk pred zaplatením úrokov a daní

M&A – fúzie a akvizície

MVA – tržná pridaná hodnota

OLS – metóda najmenších štvorcov

R&D – výskum a vývoj

ROE – návratnosť vlastného kapitálu

WACC – vážené priemerné náklady na kapitál

Úvod

Jedným z najvýznamnejších celosvetových javov ekonomického života sú rozmáhajúce sa fúzie a akvizície podnikov. Tieto priamo, či nepriamo zasiahli mnohé spoločnosti ako v rozvíjajúcich sa krajinách, tak aj vo vyspelých ekonomikách, a to v rámci celého podnikateľského spektra. Akvizície je dôležité vnímať ako jednu z hlavných foriem integrácie, ktorá umožňuje jednotlivým spoločnostiam vytvárať konkurenčnú prevahu. Samotný proces akvizície je spojený s veľmi komplikovanými rozhodnutiami, ktoré zahŕňajú finančné, ako aj investičné prvky. V rámci týchto procesov sú zapojené všetky kľúčové prvky podnikania v podobe analýz, strategického riadenia, pracovného práva, bankovníctva, regulácie kapitálových trhov, daní a účtovníctva, riadenia ľudských zdrojov, či riadenia hodnoty podniku. Na to, aby bol celý proces akvizície vykonaný bezchybne, sú vyžadované rozsiahle vedomosti, znalosti a kompetencie. Nedá sa zrealizovať bez tímovej práce odborníkov, ktorí disponujú vysokou úrovňou vedomostí a praktickými skúsenosťami vo vyššie uvedených odboroch.

Akvizičný proces však do veľkej miery súvisí aj so zvyšovaním výkonnosti. To by malo predstavovať neoddeliteľnú súčasť nového vnútropodnikového riadenia a dlhodobej stratégie firmy. Vysoká výkonnosť je tak podmienkou dosahovania podnikových cieľov a zachovania konkurencieschopnosti podniku i celej skupiny. Práve intenzívne premeny pred, počas a po procese akvizície znamenajú veľkú príležitosť na identifikáciu vhodných oblastí a implementáciu metód na zvyšovanie výkonnosti. Podnik sa tak môže vymaniť zo zabehnutých koľají bežnej činnosti a sústrediť na zavedenie nových postupov.

Z tohto dôvodu zvyčajne spoločnosti aplikujú širokú škálu manažérskych prístupov a nástrojov na zvyšovanie výkonnosti v súvislosti s procesom akvizície. V nových podmienkach sa následne môže podnik opäť kontinuálne rozvíjať a dosahovať svoje ciele.

Cieľom tejto práce je zamerať sa na možnosti procesu akvizície a jeho potenciál v oblasti zvyšovania výkonnosti podniku s využitím vlastného alebo cudzieho kapitálu. Prvá časť tejto práce je venovaná základným pojmom problematiky akvizícií a podnikových dlhopisov. Rovnako obsahuje prehľad aktuálnej literatúry a popisuje najnovší vývoj na svetovom akvizičnom trhu. Druhá časť sa zameriava na priebeh procesu akvizície a popisuje jeho hlavné fázy nielen z funkčného hľadiska, ale aj z pohľadu zvyšovania výkonnosti podniku.

Aj keď sa dá povedať, že svetoví výskumníci sa problematike fúzií a akvizícií venujú už dlhú dobu, nepreukázali jednoznačnú súvislosť medzi výkonnosťou firiem v podobe rôznych hospodárskych ukazovateľov a ich investičnou aktivitou. Táto práca sa snaží o doplnenie stávajúcej vedomostnej bázy a skúma dopady akvizícií na ziskové ukazovatele z regionálneho i globálneho pohľadu. Akvizície sú komplexné transakcie a ich úspešnosť závisí na mnohých okolnostiach, preto štúdium determinantov ich úspešnosti môže prispieť k nárastu výkonnosti globálneho hospodárstva.

1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

Cieľom tejto kapitoly je popísať aktuálny stav skúmanej problematiky fúzií a akvizícií vo svetovej literatúre a vysvetliť význam jednotlivých kľúčových pojmov.

1.1 Akvizície

Otázka, či investovať do nového projektu, je neoddeliteľnou súčasťou podnikateľského života. Nová investícia síce často znamená potenciál vysokých ziskov, na druhej strane si je pritom potrebné uvedomiť aj existenciu nemalého rizika. Môže sa totiž stať, že firma zrealizuje zlé investičné rozhodnutie, následkom čoho zaznamená stratu. I keď je investor pri svojich investíciách stále vystavený riziku, z praktického hľadiska by bolo užitočné, ak by mal k dispozícii aspoň všeobecné odhady výsledkov svojho rozhodnutia. Akvizície patria k bežným druhom investícií, a ako vo väčšine prípadov, ani u nich nemožno počítat len s kladnými výsledkami. Avšak ak by boli vopred známe ich všeobecné vplyvy a tiež boli k dispozícii špecifiká konkrétnej hospodárskej situácie, jednoznačne by to uľahčilo mnohým podnikateľom plánovanie ich investičných rozhodnutí.

1.1.1 Základné pojmy

Táto práca skúma dopad akvizícií na výkonnosť spoločností v jednotlivých sektoroch a krajinách. Napriek tomu, že v súčasnej literatúre sú účinky fúzií a akvizícií opísané pomerne zoširoka, je potrebné zdôrazniť, že väčšina dostupnej literatúry je relatívne staršia a jej autori analyzovali databázy zväčša z obdobia pred začatím veľkej hospodárskej krízy v roku 2008. I keď sa dá takmer s istotou predpokladať, že firmy majú počas pokrízového obdobia tendenciu robiť investičné rozhodnutia štandardne, ako za normálnych okolností, nemožno prehlásiť, že sa dopady akvizícií po finančnej kríze neodlišovali od predkrízového obdobia. Napriek viacerým štúdiám o dopadoch akvizícií v rôznych krajinách naviac neexistuje ani jasná odpoveď na otázku, či sa vplyvy akvizícií v jednotlivých krajinách líšia. Väčšina medzinárodných štúdií sa totiž zameriavala na celosvetové dopady akvizícií, prípadne na účinky v konkrétnej krajine alebo regióne. Niektorí autori (Gugler a kol. 2002) vykonali globálne porovnanie s cieľom

odhaliť rôzne dopady akvizícií po celom svete, avšak v ich štúdiách nemožno nájsť celkom jednoznačnú odpoveď.

Akvizície je možné rozdeliť na dva základné typy (Pearl a Rosenbaum, 2013). Predmetom majetkovej akvizície je samotný podnik. Preberá sa s všetkými jeho aktívami a záväzkami. Predajom konkrétnej spoločnosti sa tento subjekt oddeľuje od predávajúceho a zároveň dochádza k spojeniu spoločnosti s podnikom, ktorý ju nadobudol. Touto transakciou nedochádza k zmene vlastníckej štruktúry kupujúceho podniku ani k zrušeniu predávajúcej spoločnosti. Čo sa týka uhla pohľadu kupujúceho, nejedná sa na jeho strane o obstaranie investície, ale o obstaranie spoločnosti ako celku a o prevzatie jednotlivých položiek aktív a záväzkov, ktoré danej spoločnosti náležia.

Pri kapitálovej akvizícii ide o nákup vplyvu v konkrétnej obchodnej spoločnosti. Možno ju označiť aj ako nákup „equity“. Kapitálová akvizícia neznamena oddelenie podniku od právneho subjektu (Miller, 2011). Dochádza pri nej len ku zmene vlastníckej štruktúry. Z pohľadu obchodno-právneho sa v tomto prípade jedná o obchodnú transakciu odplatného prevodu majetkového, či obchodného podielu, respektíve o odplatný prevod cenných papierov. V účtovníctve zúčastnených spoločností sú tieto transakcie zaznamenané ako operácie predaja a kúpy finančnej investície. Akvizície sa vo finančnom prostredí vyskytujú bežne, preto nie je žiadnym prekvapením, že na uvedené téma boli napísané mnohé akademické publikácie a v odbornej literatúre možno nájsť rôzne vysvetlenia príčin a druhov akvizícií. Trautwein (1990) študoval rôzne teórie týkajúce sa akvizícií a zoradil ich do siedmich skupín. Následne týchto sedem skupín rozdelil do troch podskupín s rôznou úrovňou vierohodnosti. Prvá skupina má vysokú hodnovernosť a pozostáva z hodnotenia, budovania ríše (impéria) a teórie procesov. Druhá skupina pozostáva z teórie efektívnosti a monopolov, a je považovaná za menej významnú. Tretia skupina hovorí, že nadobúdatelia majú lepšie informácie o cieľovej spoločnosti ako trh a preto môžu robiť lepšie odhady. Umožňuje im to využívať výhody z podhodnotenia firiem (Holderness a Sheehan, 1985).

Podľa teórie budovania ríše sú akvizície riadené manažérmi, ktorí uprednostňujú maximalizovanie vlastných ziskov namiesto zhodnotenia majetku akcionárov (Trautwein, 1990). Procesná teória hovorí, že rozhodnutie pristúpiť k transakcii, je výsledkom komplexného rozhodovacieho procesu v spoločnosti. V praxi to však môže vyzeráť i tak, že rozhodovací proces nie je založený na racionálnych úvahách, ale skôr ovplyvnený politickými faktormi, organizačnými možnosťami a obmedzenou dostupnosťou informácií. Teória efektívnosti vysvetľuje, že akvizície sú plánované

a vykonávané s cieľom dosiahnutia synergického efektu. Existujú tri typy synergií (Trautwein, 1990):

- finančné synergie, ktoré vedú k nižším nákladom na kapitál,
- operačné synergie, kedy firmy spájajú svoje činnosti s nižšími nákladmi a / alebo ponúkajú jedinečné produkty / služby a,
- manažérske synergie, kedy sa manažérom nadobúdajúcej firmy zlepšujú možnosti plánovania a monitorovania cieľovej firmy.

Na druhej strane tzv. teória monopolu považuje akvizície za spôsob, ako dosiahnuť trhovú silu s horizontálnymi alebo vertikálnymi fúziami a akvizíciami. Healy a kol. (1992) skúmali vplyv akvizícií na výkonnosť firmy a zistili, že zlúčené firmy vykazujú výrazné zlepšenia produktivity aktív vo vzťahu k odvetviam, čo vedie k vyšším výnosom z prevádzkových tokov hotovosti. Andrade a kol. (2001) súhlasia so závermi ich štúdie a prezentujú názor, že akvizície vytvárajú hodnotu pre akcionárov zmiešaných firiem, pričom väčšinu ziskov nadobúdajú akcionári cieľovej spoločnosti. Toto tvrdenie naznačuje, že vo všeobecnosti sú akvizície ziskové a majú pozitívny vplyv na akcionárov zlúčenej spoločnosti.

Dopady akvizícií, ktoré prezentujú Healy a kol. (1992) a Andrade a kol. (2001) ukazujú, že hlavnou príčinou prevzatia je zvýšenie ziskovosti a maximalizácia bohatstva akcionárov.

Uvedené teórie vysvetľujú motívy zlúčenia z interného podnetu, avšak z dodatočného výskumu vyplýva, že vnútorné dôvody by mohli byť podporované vonkajšími vplyvmi, ako je napríklad dôležitosť štruktúry priemyslu a hospodárskeho prostredia. Zlúčenie môže byť spôsobené napríklad technologickými a dodávateľskými šokmi, čo môže mať za následok nadmerné výrobné kapacity v mnohých priemyselných odvetviach (Jensen, 1987). Akvizície by mohli byť riešením nadbytočnej kapacity, pretože rozširovanie umožňuje zabrániť zmršťovaniu a pokračovať v používaní výrobných zariadení na plno. Okrem technologického a dodávateľského šoku však môžu zlúčenia spôsobiť ďalšie významné dopady, ako napríklad dereguláciu, zvýšenie zahraničnej konkurencie, inovácie v oblasti financií a v neposlednom rade šoky v rámci cenovej hladiny (Mitchell a Mulherin, 1996; Harford, 2005). Ďalšie štúdie fúziách ukázali, že v danom procese zohrali veľkú úlohu nízke úrokové miery možného financovania a veľké objemy hotovostných prostriedkov spoločností (Alexandridis a kol. 2012).

Podľa vyššie formulovaných motívov na realizáciu akvizícií sa dá povedať, že ich podstatou je dobre zvážené rozhodnutie a rovnako zohráva veľkú úlohu aj očakávanie

budúcich výhod, ktoré z toho zainteresované spoločnosti budú mať. Healy a kol. (1992) potvrdzujú toto pozitívne očakávanie a preukazujú kladné účinky akvizícií na dosahovanú ziskovosť zlúčených spoločností. Ich výsledky podporujú Gugler a kol. (2002), ktorí dospeli k záveru, že akvizície vo všeobecnosti vedú k významnému zvýšeniu zisku pre kupujúcu spoločnosť. Napriek tomu existujú aj štúdie (napr. Ravenscraft a Scherer, 1989), ktoré naznačujú pokles ziskovosti nadobudnutých firiem. Dôvodom tohto poklesu je strata kontroly následkom zložitejších organizačných štruktúr a zníženia manažérskej kompetencie a motivácie. S týmto vysvetlením autori prejavili značný skepticizmus voči hospodárskej efektívnosti akvizícií. Andrade a Stafford (2004) dodávajú, že akvizície vykazujú pozitívny vplyv na využitie kapacít, čo potvrdzuje aj Jensen (1987). Dá sa preto dospieť k záveru, že akvizície automaticky nemusia viesť k lepšej výkonnosti, avšak je možné predpokladať, že majú pozitívny vplyv na konkurencieschopnosť a efektívnosť analyzovaných firiem. Pre určenie výsledného efektu z akvizície je z hľadiska akcionárov nemenej dôležité, aby v prípade posudzovania ich účinkov na výkonnosť firmy bola zohľadnená aj reakcia na akciových trhoch v čase oznámenia akvizície. Uvedená reakcia odzrkadľuje zmeny očakávaných budúcich peňažných tokov, ktoré budú plynúť akcionárom zainteresovaných firiem, a môže tak byť vnímaná ako predpoklad očakávanej hodnoty vyplývajúcej z akvizície (Campa a Hernando, 2004).

Uvedenému pohľadu na konkrétne efekty pre kupujúcu a cieľovú spoločnosť v období oznámenia akvizície sa venuje množstvo odbornej literatúry. Dodd a Ruback (1977) napríklad dospeli k záveru, že akcionári cieľovej firmy získavajú v mesiaci oznámenia o akvizíciách nadštandardné výnosy až vo výške až 20,58 %. Pre akcionárov nadobúdajúcej spoločnosti zistili síce nižšie, ale predsa pozitívny výnos v hodnote cca 2,83 %. Franks a Harris (1989) vo svojom výskume tvrdia, že cieľové firmy majú prospech z akvizície, ale pokiaľ ide o nadobúdajúce spoločnosti, ich výsledky preukázali, že tieto spoločnosti dosahujú prakticky nulový alebo v lepšom prípade minimálny zisk. Andrade a kol. (2001) podrobili skúmaniu vzorku akvizícií a okrem dlhodobého pozitívneho vplyvu pre akvizujúcu spoločnosť zistili negatívny abnormálny výnos pre nadobúdajúce firmy v období oznámenia o úmysle akvizície.

Netter a kol. (2011) zdôraznili trend výnosov a došli k záveru, že nadobúdajúce spoločnosti získajú neobvyklý výnos vo výške 1,1 %, zatiaľ čo cieľové firmy získajú abnormálny výnos 20,4 %. Vo svojej štúdii dospeli k záveru, že neexistuje zjavný dôvod na vysvetlenie tohto trendu, čo potvrdzujú aj ďalšie štúdie, z ktorých vyplýva, že pritom zohrávajú svoju určitú úlohu viaceré faktory.

Andrade a kol. (2001) naznačujú, že k akvizíciám sa pristupuje nie vždy z dobrých dôvodov. Napríklad budovanie impérií manažérmi nemusí byť vždy v prospech akcionárov nadobúdateľa. Ďalším dôvodom môže byť prítomnosť konkurenčných uchádzačov, čo spôsobuje zvyšovanie ceny za prevzatie. Ďalšie možné vysvetlenia, ktoré priniesli Moeller a Schlingemann (2004), sú:

- atmosféra riešenia (priateľské prevzatie má za následok lepšie výsledky pri získavaní firiem ako nepriateľské prevzatia) a
- veľkosť nadobúdateľa (čím väčšia nadobúdajúca spoločnosť, tým lepšie sú výsledky nadobúdateľa).

Mierne odlišný trend zaznamenali Moeller (2005), ktorí zistili, že ziskovosť fúzií a akvizícií závisí od ich načasovania. Oznámenia o akvizíciách v deväťdesiatych rokoch minulého storočia boli rentabilné až do roku 1997, avšak v nasledujúcich rokoch až do roku 2001 došlo k stratám, čo zmazalo všetky skôr nadobudnuté zisky. Autori však dodávajú, že ich výsledky mohli byť potenciálne ovplyvnené malou vzorkou skúmaných spoločností s negatívnym účinkom, ktoré sú zisťované oveľa ťažšie ako pozitívne účinky tisícov ďalších akvizícií. Preto, čo sa týka vplyvu oznámení o akvizíciách, je zjavne jasný trend, v ktorom sú abnormálne výnosy akcionárov kupovanej spoločnosti vyššie ako výnosy nadobúdateľa. Avšak pokiaľ ide o nadštandardné výnosy kupujúcich firiem, neexistuje jasná odpoveď, či tieto výnosy sú pozitívne alebo negatívne.

Pokiaľ ide o návratnosť cieľových firiem, z niekoľkých štúdií možno vyvodit', že tieto abnormálne výnosy sú všeobecne pozitívne. Pripísať to možno najmä zlepšeniu efektívnosti, kontrole, úsporám z rozsahu, synergickým efektom a výhodám určitých charakteristík obchodov (napríklad spôsob platby či inkasovaná prémia).

Účinky fúzií a akvizícií možno skúmať aj podľa odvetví, keďže akvizície by mohli mať v rôznych odvetviach rôzne účinky. DeYoung a kol. (2009) sledovali vývoj literatúry o fúziách a akvizíciách týkajúcich sa finančných inštitúcií v období po roku 2000. Z obdobia pred rokom 2000 väčšina štúdií dospela k záveru, že akvizície sú efektívnejšie, zatiaľ čo nezistili žiadne presvedčivé dôkazy o pozitívnych majetkových efektoch. Dospeli však k záveru, že akvizície bánk v USA sa vo všeobecnosti zlepšujú, hoci stále neexistujú presvedčivé dôkazy o pozitívnych účinkoch na majetok akcionárov vo finančnom sektore. V rozpore s týmto výsledkom v európskych bankových obchodoch našli jasný konsenzus, ktorý poukazuje na zvýšenie efektívnosti, ako aj na zvýšenie hodnoty majetku akcionárov. Pokiaľ ide o dohody v USA, väčšina štúdií našla pozitívny vzťah medzi kompenzáciou generálneho riaditeľa a fúziou. Celkové zistenia v ich

štúdiu naznačujú, že akvizície vo finančnom sektore majú pozitívny vplyv na výkonnosť spoločností, varujú však aj pred možným negatívnym vplyvom na spotrebiteľské ceny, úverovou bonifikáciou, príliš veľkými problémami a vplyvmi trhovej sily.

Pre farmaceutický a biotechnologický priemysel Danzon a kol. (2007) zistili, že akvizície v tomto odvetví sa väčšinou vykonávajú ako riešenie neuspokojivých ziskov. Fowler a Schmidt (1988) študovali vplyv fúzií a akvizícií vo výrobnom priemysle a vo svojej štúdiu dospeli k záveru, že akvizície nemajú priaznivý vplyv na finančné výsledky. Ich výskum naznačuje, že výnosy investorov sa výrazne znižujú počas štyroch rokov po fúziách a akvizíciách v porovnaní so štyrmi rokmi pred fúziami a akvizíciami. Ďalšia štúdia, ktorá sa zamerala na akvizície v rôznych indických odvetviach, našla pozitívny vplyv na ziskovosť firiem v bankovom a finančnom sektore, ale negatívny vplyv na firmy vo farmaceutickom, textilnom, chemickom a poľnohospodárskom priemysle (Martynova a Renneboog, 2008).

Pokiaľ ide o medzinárodné účinky fúzií a akvizícií, k tejto téme bolo napísaných tiež viacero príspevkov. Mueller (1980) zhrnul výsledky štúdií z desiatich krajín týkajúcich sa obdobia po skončení druhej svetovej vojny. Jeho zistenia ukazujú, že najbežnejší spôsob merania účinkov akvizícií na ziskovosť je výpočet váženej priemernej miery zisku zlučovaných spoločností pred prevzatím a ich porovnanie s mierou zisku spoločností po prevzatí. Podľa štúdie vplyv fúzií a akvizícií v Spojených štátoch zodpovedá účinku v Spojenom kráľovstve. V týchto krajinách väčšina dôkazov poukazuje na to, že nedošlo k takmer žiadnemu zvýšeniu, ale naopak, došlo až k poklesu ziskovosti zlúčených firiem po ich zlúčení. Medzinárodné výsledky sú však zmiešané, pretože ďalšie štúdie realizované pre dve krajiny majú opačný efekt (napr. Dickerson a kol. 1997).

Alexandridis a kol. (2010) tiež urobili medzinárodné porovnanie a poskytli dôkaz, že verejné akvizície prinášajú zisky, avšak rozdelenie zisku medzi nadobúdateľské a cieľové firmy je závislé od stupňa konkurencie na trhu. Nadobúdatelia na najkonkurencieschopnejších trhoch (USA, Veľká Británia a Kanada) dosahujú vyššie zisky ako nadobúdatelia v iných krajinách. Pokiaľ ide o abnormálne zhodnotenie investície, vo väčšine krajín zaujali rovnaký všeobecný názor, hovoriaci že abnormálne zhodnotenie nadobúdateľa je nižšie ako cieľového subjektu.

Ďalšie medzinárodné výsledky týkajúce sa abnormálnych výnosov zistil Park (2004). Dospel k záveru, že americké firmy majú výrazne väčšie výnosy ako firmy mimo USA, čo naznačuje, že americké burzy reaguje pozitívnejšie na oznámenia o fúziách a akvizíciách ako iné burzy. Campa a Hernando (2004) sa zamerali na štúdiu o zvyšovaní

majetku akcionárov v roku 2004 pri európskych fúziách a akvizíciách. Proces hospodárskej integrácie a deregulácie hospodárskych aktivít v Európskej únii (EÚ) bol významným medzníkom pre rozvoj koncom 90. rokov a začiatkom roku 2000.

Tento vývoj stimuloval reštrukturalizáciu spoločností v EÚ a najmä reštrukturalizáciu spoločností so sídlom v eurozóne. Množstvo fúzií a akvizícií európskych spoločností, ktoré sa v tomto období zrealizovali je merateľné s ostatnými veľkými krajinami. A podobné sú aj výsledky skúmania. Aj tu cieľoví akcionári dostali vo všeobecnosti pozitívny kumulatívny a neobvyklý výnos (9 %) a nadobúdajúce spoločnosti nedostali kumulatívny abnormálny výnos žiadny (0 %). Pri pohľade na geografickú dimenziu zmlúv o fúziách v Európe je však dôležité zohľadniť inštitucionálne a politické prekážky. Akvizície v krajinách s viacerými regulačnými rámcami vytvára totiž nižšie kumulatívne abnormálne výnosy ako Akvizície prebiehajúce v menej regulovaných krajinách. Rozdiely sa pohybujú medzi 1,3 % a 5,2 % pre cieľové firmy a medzi 1 % a 3,5 % pre nadobúdanie firiem.

Gugler a kol. (2002) uskutočnili medzinárodné porovnanie, ktoré bolo zamerané na účinky po fúzii. Zistili, že celosvetovo 56,7% všetkých fúzií a akvizícií má za následok vyššie než predpokladané zisky. Takmer rovnaký počet fúzií a akvizícií prináša už po piatich rokoch nižšie než plánované tržby. Po týchto zisteniach dospeli k záveru, že v priemere akvizície a akvizície vedú k výraznému zvýšeniu zisku, ale na druhej strane k zníženiu predaja zlúčených firiem. V medzinárodnom porovnaní udávajú, že pri vykazovaní ziskov a zmien v predaji po akvizícii sú na tom podobne vo všetkých sledovaných krajinách. Pri analýze niektorých štúdií z jednotlivých krajín sa často dozvedáme o znižovaní ziskov. Platí to o aj o Kanade (Baldwin, 1995) či Japonsku (Doi and Ikeda, 1983). Štúdia o fúziách a akvizíciách v indickom sektore ropy a zemného plynu (Trivedi a kol. 2013) dokazuje, že akvizície nevytvárajú pre akcionárov nadobúdacej spoločnosti okamžité zvyšovanie majetku. Avšak ak sa na to pozrieme z dlhodobého hľadiska, zlúčená spoločnosť by sa mohla lepšie vyrovnat' s konkurenciou, znížiť náklady a zrealizovať rast v neustále sa meniacom podnikateľskom prostredí.

Z dostupnej odbornej literatúry vyplýva aj to, že významnú úlohu determinantov akvizícií zohrávajú aj špecifické prvky krajiny. Rossi a kol. (2004) študovali firmy v 49 rôznych krajinách a ukázali, že zákony a vymožitelnosť práva predstavujú dôležité faktory pri rozhodovaní a dosahovaní úspechu. Rozdielnosť v platnej legislatíve a právna istota v jednotlivých krajinách je považovaná za základ pre intenzitu a veľkosť fúzií a akvizícií vo svete. Toto zistenie potvrdzujú aj závery La Porta a kol. (1997), ktorí tvrdia,

že právne prostredie sa v jednotlivých krajinách líši a že tieto rozdiely sú pre finančné trhy dôležité.

V krajinách so silnou ochranou akcionárov sa samozrejme trh fúzií a akvizícií prejavuje aktívnejšie. V súlade s týmito závermi Rossi a kol. (2004) poukázali na to, že firmy v krajinách s nízkou ochranou investorov sú často predávané kupujúcim so sídlom v krajinách so silnou ochranou investorov. Ďalší dôležitý poznatok tejto štúdie je, že v krajinách s výraznejšou ochranou akcionárov sa nepriateľské prevzatia objavujú s relatívne väčšou pravdepodobnosťou. Aj pomerne jednoduché zvýšenie ochrany akcionárov vedie k nepriateľskému prevzatiu o 0,8 percentuálneho bodu. Dôvodom tohto trendu je najmä skutočnosť, že ochrana akcionárov zapríčiňuje zníženie potreby súkromnej kontroly.

Ako už bolo povedané, výsledky medzinárodných štúdií o účinkoch akvizícií sú značne zmiešané. Možno konštatovať, že hospodárska integrácia, deregulácia ekonomických aktivít a charakteristiky krajiny zohrávajú významnú úlohu. Pokiaľ ide o účinky fúzií a akvizícií na výkonnosť firmy, kým závery Guglera a kol. (2002) hovoria o pozitívnom ovplyvnení výkonnosti, podľa Ravenscrafta a Scherera (1989) je tento vplyv negatívny.

Na základe uvedených čísel je jasné, že oblasť fúzií a predovšetkým akvizícií predstavuje čoraz väčší podiel na svetovej ekonomike a je potrebné jej venovať náležitú pozornosť.

1.1.2 Druhy akvizícií

Pre subjekty zúčastňujúce sa horizontálnych akvizícií je charakteristické, že pôsobia v rovnakom odvetví a v rámci neho si predstavujú vzájomnú konkurenciu. Z toho vyplýva, že hlavným motívom horizontálnych akvizícií je najmä dosiahnutie synergických efektov a posilnenie pozície na trhu (Cartwright a Cooper, 2012). Pozitívnym dopadom pre zákazníkov zúčastnených podnikov sú benefity v podobe zvyšovania efektívnosti a následnom možnom odrazení sa v podobe zníženia cien. Práve realizácia horizontálnej akvizície, ktorá má potenciálny dopad na zmeny konkurenčného prostredia predmetného odvetvia, zvykne byť pod drobnohľadom regulačných orgánov. Spojenie dvoch, či viacerých subjektov podobného zamerania môže byť totiž na škodu efektívnej hospodárskej súťaže a konkurencie na trhu (Faulkner a kol. 2012).

Odstránenie významných konkurenčných prvkov pre jednotlivých predajcov sa môže stať následne motívom pre zvyšovanie tržnej sily. Medzi nevýhody horizontálnych akvizícií možno zaradiť:

- veľký podiel na trhu,
- znižovanie konkurencie,
- obmedzené možnosti zákazníkov,
- rast cien,
- možnosť obmedziť vstup na trh novým konkurentom.

Charakteristickým odvetvím pre horizontálne akvizície sú automobilový, energetický, telekomunikačný a farmaceutický priemysel, ako aj sektor služieb.

Tak ako v horizontálnom, aj vertikálnom členení spája podniky zhodný prvok, a to ich pôsobenie na rovnakom trhu. V rámci trhu však jednotlivé podniky podnikajú na rôznych stupňoch výrobo-odbytového procesu. Časté sú napríklad akvizície v priemysle či ťažobných spoločnostiach na rozličných stupňoch výrobného reťazca.

Napríklad ťažba, rafinovanie a distribúcia, predstavujú jednotlivé články toho istého reťazca energetickej výroby. Cieľom ich koncentrácie v rámci akvizícií môže byť zníženie nákladov na výmenu produktov, môže dôjsť k eliminácii komplikovaných a často sa opakujúcich činností a k lepšej organizácii výrobného procesu. Nebezpečenstvom pre ostatné spoločnosti v predmetnom odvetví, ktoré plynie z masívneho vertikálneho integrovania, sú obmedzenia v prístupe k dodávkam surovín alebo vstupu na daný trh (Carney, 2009).

K hlavným motívom konglomerátneho spojenia patrí diverzifikácia podnikateľského rizika a posilnenie stability podnikového portfólia (Coyle, 2000). Jedná sa o prepojenie medzi podnikmi, ktoré síce môžu byť vo vzájomnom vzťahu, ale ten nie vyslovene horizontálny alebo vertikálny. Typické je spájanie medzi podnikmi, ktoré pôsobia na veľmi úzko prepojených trhoch. Konglomerátne spojenia vo všeobecnosti nepredstavujú problémy v oblasti hospodárskej súťaže. Kombináciou vyrábaných produktov na príbuzných trhoch môže podnik dosahovať pákový efekt silného postavenia na jednom trhu s účinkami na druhý trh, ktorý je naň naviazaný.

1.1.3 Motívy akvizícií

V istej fáze vývoja každej spoločnosti sa jej ďalší rozvoj v podobe zvyšovania výkonnosti, obmeny produktového portfólia, alebo posilnenia pozície na trhu stáva

komplikovaným, neistým a zároveň náročným na ďalší kapitál. V tejto etape sa využitie akvizície javí pre danú spoločnosť často ako najefektívnejší spôsob dosiahnutia jej strategických cieľov (Angwin, 2007). Nemusia sa nutne hľadať len ciele v podobe ďalšieho rastu spoločnosti. Motívy môžu byť rôzne. Predávajúca strana si napríklad môže uvedomiť, že subjekt, určený pre akvizíciu je z pohľadu štruktúry investičného portfólia vlastníka dlhodobo neatraktívny. Samozrejme, čo je pre jedného vlastníka investične nezaujímavý projekt, pre iného môže predstavovať extrémne zaujímavú príležitosť. Odborná literatúra pojednáva o všeobecne uznávaných základných typoch motívov akvizícií, ktoré sú (Motis, 2007):

- rast spoločnosti a jej postavenia na trhu,
- synergický efekt,
- motív daňovej optimalizácie,
- výhodnejší nákup s diskontom,
- diverzifikácia vlastného portfólia,
- osobné motívy vysoko postavených manažérov,
- motív likvidačnej hodnoty.

Synergický motív je postavený na kľúčovom predpoklade, že výsledná hodnota spojených subjektov bude vyššia ako súčet hodnôt jednotlivých spoločností. Úlohou projektu je správne prepojiť zdroje, schopnosti a skúsenosti v prospech novovzniknutého spoločného subjektu. V prípade, že sa podarí efektívne spojiť hmotné aktíva, vzniká možnosť dosiahnuť úspory z rozsahu. Pri vyšších kapacitách dochádza totiž k znižovaniu priemerných jednotkových nákladov v oblasti výroby, distribúcie i marketingu. Čo sa týka úspor v oblasti externého financovania, tie nemusia byť taktiež zanedbateľné. Finančne stabilnejší a silnejší podnik môže ľahšie využiť svoju pozíciu pri získavaní lacnejšieho financovania cudzím kapitálom. Synergický efekt sa dá pozorovať aj v oblasti manažmentu, a to vďaka väčšej koncentrácii znalostí a know-how. Skutočnosť, že bude možné dosiahnuť synergie, ktoré sú vo väčšine prípadov jedným z hlavných cieľov akvizície, sa samozrejme môže prejaviť aj v realizovanej cene transakcie. V prípade, že sa pri ocenení podniku uvažuje len s jeho aktívami a pasívami, môže predávajúca strana vzniesť požiadavku na zvýšenie transakčnej ceny o pomernú čiastku práve potenciálu synergického efektu (DePamhilis, 2009). Dá sa to dosiahnuť za predpokladu silnej pozície predávajúcej strany.

Pri daňovom motíve sú objektom fúzie podniky, z ktorých jeden má kladný daňový základ a druhý vykazuje vysokú daňovú stratu. Prirodzeným zámerom u takýchto

spoločností je úspora na dani z príjmu nielen v súčasnosti, ale i s výhľadom do budúcnosti. V praxi je však nutné mať na zreteli riziko zo strany daňových úradov. Z toho vyplýva dôležitý záver, že daňový motív by nemal byť hlavným, resp. najvýznamnejším motívom premeny spoločností. Možné domeranie dane je skôr tuzemským špecifikom. V zahraničí sa na daňový motív akvizície tak striktne nazerať nezvykne. Je to skôr chápané ako obetovanie nezrealizovaného výberu dane za záchranu stratovej firmy. Okrem toho je potrebné pri tejto daňovej téme podotknúť, že síce spoločnosť si bude uplatňovať daňovou stratu v rámci dane z príjmu právnických osôb, ale na daň zo závislej činnosti fyzických osôb toto spojenie nebude mať žiadny vplyv. Práve naopak, je možné že bude vytvorených viac pracovných miest ako pred kolapsom podniku.

Pri nakupovaní s diskontom je hlavným dôvodom akvizície očakávanie nižších nákladov na získavanie aktív konkrétnej spoločnosti v porovnaní s jeho reprodukčnou cenou. Vychádza sa z výpočtu pomeru potrebných nákladov na vybudovanie porovnateľnej pozície s pozíciou kupovaného podniku a jeho ceny. Pri tom sú dôležité úvahy o parametroch ako podiel na trhu, goodwill podniku, súčasné náklady na vybudovanie obchodnej siete, či obchodná značka.

K významným aspektom v rámci akvizičných transakcií patria osobné motívy vedúcich zamestnancov spoločnosti (Trautwein, 1990). Vyplýva to aj zo skutočnosti, že zvyčajne existujú priame väzby ich mzdových hodnotení na spoločnosťou dosahované tržby, resp. jej hospodársky výsledok. V prípade, že sa jedná o akciové spoločnosti, taktiež využívaným motivačným nástrojom je ich hodnotenie podľa rastu cien akcií spoločnosti. Prirodzeným javom pri ohlásení akvizície je zmena hodnoty akcií, ktoré neraz tvoria u manažérov významnú časť majetku. Na druhej strane existuje i negatívna manažérska motivácia, ktorá je spojená s obranou proti riziku nepriateľského prevzatia firmy. K najznámejším obranným aktivitám patrí tzv. defenzívna akvizícia. Manažéri pri jej uskutočňovaní preferujú udržanie samostatnosti firmy. To môže zvyšovať tlaky na samotnú akvizíciu inej spoločnosti, ktoré vedú k nárastu hodnoty brániacej sa firmy.

Pre útočiacu spoločnosť sa vykonanie nepriateľského prevzatia v dôsledku toho stáva obtiažne. Môže pri tom dochádzať k neplánovane vysokému nárastu potrebného objemu finančných prostriedkov.

U spoločností, ktorých likvidačná hodnota aktív je vyššia ako náklady na získanie predmetnej spoločnosti ako celku, prichádza do úvahy motív likvidačnej hodnoty akvizície. V praxi sa to zvyčajne odohráva tak, že podnik je zakúpený a následne po častiach rozpredaný rôznym záujemcom, ktorí majú totiž len o jeho rôzne časti, nie

celok. Samostatné časti môžu mať v konečnom dôsledku vyššiu hodnotu, než je ich hodnota vykázaná v účtovníctve.

1.1.4 Riziká akvizícií

Medzi kľúčové faktory pri zvažovaní a realizácii akvizícií patrí identifikácia a riadenie rizík. Všeobecne je možné konštatovať, že akákoľvek zmena so sebou prináša aj riziko. Ak deklarujeme, že akvizícia je jednou z najväčších možných zmien podniku, potom i riziká s ňou súvisiace možno považovať za rozhodujúce pre budúce postavenie spoločnosti, či jej samotnú existenciu. Od akvizície sa očakáva spravidla úspešnejšia budúcnosť pre všetkých stakeholderov, teda akcionárov, manažment, ale i zamestnancov. K najväčším rizikám v rámci akvizície možno radiť (Davis, 2012):

- neúspešnú integráciu firemných kultúr,
- zaplatenie neadekvátnej ceny,
- skrytú daňovú záťaž alebo opomenuté právne spory, ktoré v budúcnosti budú znamenať dodatočné náklady tejto akvizície,
- nedocenenie procesu integrácie, pri ktorom dochádza k neúmerným finančným stratám následkom rôzneho spôsobu riadenia či nekompatibilných procesov,
- nedostatočnú prípravu zmluvných dojednaní a ďalších právnych krokov.

Ak by sme chceli zhrnúť zdroje rizík, pramene väčšinou zo slabej prípravy, nedostatočného due dilligence, absencie strategického riadenia, prípadne malej flexibility a neschopnosti adekvátne reagovať na prebiehajúce zmeny (Picot, 2002). V neposlednom rade treba spomenúť ľudský faktor, ktorý môže spôsobiť veľké slabiny, najmä ak absentuje vôľa k identifikovaniu sa s novým vlastníkom. Rovnako málo skúseností a nedostatok odborných znalostí manažmentu môžu poukázať i perspektívne akvizičné plány.

1.1.5 Proces akvizície

Bez ohľadu na to aký je motív uskutočneniu akvizície, kľúčovou fázou, ktorá vedie k dosiahnutiu úspechu je samotný proces predaj spoločnosti. V prípade uvažovania o realizácii akvizície vyvstáva otázka účasti externého poradcu, ktorý môže predstavovať jednoznačný prínos. Aj keď je určite každá taká transakcia individuálna, mala byť postavená na spoločných základoch a postupoch, ktoré majú renomované poradenské spoločnosti prepracované do najmenších detailov a tvoria súčasť ich know-how.

Pri vymenovaní základných pozitív účasti externých poradcov v rámci akvizície môžeme uviesť tieto (Allen et al. 2001):

- zaistenie kvalitnej analýzy a identifikácie stavu, rizík a príležitostí zúčastnených strán a očakávaných dôsledkov realizácie transakcie na zapojené subjekty v rámci akvizície,
- zabezpečenie efektivity práce s informáciami a ich distribúcie v rámci procesu, úspora času, odstránenie absencie nevyhnutných fáz procesu,
- dozeranie na objektivitu, poskytnutie pomoci pri hľadaní kompromisov, ponuka zhody,
- poskytnutie ochrany objednávateľovi pred realizáciou stratovej investície,
- odstránenie rizika poklesu výkonnosti v podniku následkom procesu akvizície.

I keď sa často spoločnosti s jednoduchými organizačnými štruktúrami a zamestnancami bez skúsenosti so zložitými procesmi snažia využiť pri procese akvizície interných zamestnancov, zvyčajne to vedie iba k ich enormnému preťažovaniu a sekundárnym negatívnym dopadom na celý proces. Pri akvizíciách a fúziách ako poradenské subjekty obvykle vystupujú investičné banky, právnické spoločnosti a audítorské a konzultačné spoločnosti.

Ucelenú predstavu o jednotlivých detailoch procesu akvizície možno nadobudnúť pri podrobnom preštudovaní ponúkaných služieb v portfóliu akvizičných poradcov.

Pre stranu kupujúceho finanční poradcovia zabezpečujú predovšetkým (Sherman, 2010):

- stanovenie akvizičných príležitostí,
- vypracovanie stratégie, včítane riadenia akvizície,
- vypracovanie analýz, ohodnotenie cieľových spoločností,
- poskytnutie prehľadu o konkurenčných záujemcoch,
- poradenstvo k vyjednávacím taktikám,
- pripravenie celkovej dokumentácie súvisiacej s podaním ponuky, prognózovaním tržieb, či poskytovaním tlačových správ,
- spracovanie daňovej problematiky a rizík,
- identifikovanie rizika a vyriešenie problémov spojených s ochranou hospodárskej súťaže,
- zaistenie akvizičného financovania.

Naopak pre stranu predávajúceho zabezpečujú najčastejšie (Sherman, 2010):

- stanovenie stratégie predaja s cieľom dosiahnutia maximálnej hodnoty,
- podrobné sledovanie potenciálnych záujemcov,
- odbornú prípravu dokumentácie, vypracovanie informačného memoranda,
- prípravu due diligence,
- ocenenie spoločnosti a získanie najvyššej ceny,
- ošetrovanie daňovej problematiky a ďalších rizík.

1.2 Hlavné fázy akvizičného procesu

Pri zostavovaní jednotlivých fáz procesu je potrebné upozorniť na skutočnosť, že aj najmenšie podcenenie alebo zanedbanie môže znamenať neúspech celej transakcie. Celkový proces teda pozostáva z nasledujúcich etáp (Carney, 2009):

1. zrozumiteľná formulácia stratégie, hľadanie partnera,
2. príprava a realizácia due diligence,
3. vyjednávanie,
4. dohoda, resp. realizácia kontraktu,
5. post akvizičná integrácia.

Prvá fáza potenciálnej transakcie neprichádza náhodne, ale vychádza z dlhodobejšieho trendu spoločnosti. Tento zámer je spravidla odrazom historických výsledkov spoločnosti, jej aktuálnej situácie na trhu, pozície v rámci konkurencie, finančnej kondície, technologického a personálneho zaistenia a zároveň dlhodobého výhľadu na základe plánovania. V niektorých spoločnostiach je realizácia akvizície dlhodobo kalkulovaná už v jej počiatkových plánoch (Kim a kol. 2011).

Stratégie akvizície v ideálnom prípade vychádza zo zladených motívov majiteľa a manažmentu spoločnosti. Medzi vyššie identifikované motívy možno zaradiť jej postavenie na trhu, synergický efekt, daňový motív, motív nákupu s diskontom, diverzifikáciu portfólia, osobné motívy manažérov či motív likvidačnej hodnoty. Na ich základe je následne úsilie sústredenie na oblasť, v rámci ktorej bude vyhľadávaná cieľová spoločnosť (Hubbard, 1999). Rovnako je potrebné prijať rozhodnutie medzi voľbou vstupu alebo expanzie.

V rámci tohto procesu je jednou z najdôležitejších úloh počiatočná fáza ocenenia spoločnosti za účelom stanovenia tzv. oceňovacieho rámca. Stanovenie tohto rámca je dôležité pre jeho využitie v neskorších fázach. Rámec bude využívaný pri vyjednávaniach s potenciálnymi investormi. Cieľom vypracovania hodnotovej analýzy je stanovenie odhadu tržnej hodnoty spoločnosti, nazývané ako fair value. Pre tento účel sa obvykle využívajú nasledovné metódy:

- **Výnosová metóda (metóda DFC)** je založená na diskontovaní peňažných tokov, odhade budúcich výnosov, nákladov a peňažných tokov. Táto metóda je investormi najviac uznávanou a preferovanou. Jej nevýhoda spočíva v miere rizika s ohľadom na pomerne neistú projekciu.
- **Metóda trhového porovnania** je vykonávaná na základe porovnateľných už zrealizovaných transakcií alebo porovnateľných obchodných spoločností v rámci jedného odvetvia, produktového portfólia, veľkosti a pod. V rámci tejto metódy sa analyzujú ukazovatele finančnej analýzy, ako napríklad likvidita, obrat, rast, ziskovosť a výška dlhu. Stanovuje sa pritom úroveň EBIT, EBITDA a dlhodobu udržateľnú úroveň rastu. Jej výhodou je rýchly postup. Nevýhodou občas býva nízka výpovedná hodnota z dôvodu odlišnosti každého subjektu, napriek tomu, že sa na prvý pohľad javia ako dobre porovnateľné.
- **Metóda ocenenia aktív** stanovuje odhad hodnoty jednotlivých aktív analyzovanej spoločnosti. Vytvára sa oceňovacia súvaha. Taktiež sú kalkulované rôzne parametre, ako napríklad vážené priemerné náklady na kapitál (WACC) a požadovaná miera výnosnosti. Následne je vykonaná analýza citlivosti na hlavné premenné a určuje sa pravdepodobné rozpätie výslednej hodnoty.

Akonáhle je prijaté rozhodnutie o hľadaní cieľového subjektu akvizície, nasleduje dôležitá úloha zaistenia personálnej kapacity pre realizáciu celého procesu. Ako už bolo opísané vyššie, veľmi často sa týchto transakcií zúčastňujú rôzne poradenské spoločnosti. Celý proces akvizície je síce možné uskutočniť vlastnými silami, no zvyšuje sa pri tom riziko neúspešnosti celej transakcie z dôvodu nižšej miery profesionality. Hrozí nedosiahnutie požadovanej ceny, plánovaných cieľov a dokonca môže dôjsť k ohrozeniu samotnej spoločnosti. Nevyhnutné je odborné zaistenie oblasti projektového riadenia, finančnej oblasti, oblastí účtovných a daňových a neposlednom rade právnej oblasti a riadenia ľudských zdrojov. Zoznam širšieho okruhu investorov je vypracovaný

na základe východísk, ktoré vychádzajú z primárneho motívu akvizície. Jeho vypracovaniu predchádza spracovanie analýzy trhu a relevantných subjektov, ktoré na ňom pôsobia. Následne sú vytypované potenciálne subjekty a tie tvoria predmetný zoznam.

Subjekty zo zoznamu sú potom oslovené za účelom prejavenia záujmu a je im poskytnutý stručný prehľad o spoločnosti. Je postavený v prvom rade na verejne dostupných informáciách. Ide o opísanie obchodných aktivít a poskytnutie finančných informácií ako sú napr. daňové priznanie a účtovné zvierky. Tiež sú v ňom zvyčajne stručne popísané základné motívy zvažovanej akvizície.

V prípade, že dôjde k spätnej väzbe zo strany potenciálnych záujemcov, je pripravená dohoda o utajení (confidentiality agreement). Táto dohoda sa uzatvára za účelom sprístupnenia informačného memoranda, ktoré už obsahuje aj citlivé údaje s charakterom obchodného tajomstva alebo iných dôverných informácií. Dohoda o utajení obsahuje dôverné informácie v zmysle definovania obchodným zákonníkom, definuje záväzok mlčanlivosti, dobu trvania mlčanlivosti a stanovuje sankcie pri ich porušení. Subjektom, ktoré prejavia záujem a následne podpíšu dohodu o utajení, je poskytnuté informačné memorandum. Jeho obsah im dotvorí ucelený pohľad na spoločnosť. Memorandum by potenciálnemu investorovi malo prezentovať dostatočný rozsah informácií, na základe ktorých by mohol urobiť zodpovedné rozhodnutie, či má záujem o pokračovanie v obchodných jednaniach. Po dostatočnom čase sú subjekty vyzvané na predloženie nezáväzných ponúk. Firmám, ktoré sú vyhodnotené v zozname ako potenciálni uchádzači, je predložený predbežný návrh dohody. V ňom sú zakotvené základné parametre pre chystanú transakciu. Po akte podpisu je následne záujemcom umožnené uskutočniť due diligence.

Fáza due dilligence patrí ku kritickým fázam procesu akvizície. Jedná sa o bezpodmienečne komplexný proces detailného skúmania cieľového podniku. Jeho cieľom je maximálne možné eliminácie negatív a zaistenie rizík a od jeho výsledku závisí úspech transakcie. Cieľové oblasti tohto dôkladného skúmania, analyzovania a vyhodnocovania sú (Lajoux a Elson, 2000):

- právna
- daňová
- finančná
- personálna
- environmentálna.

Jedná sa o etapu akvizičného procesu, ktorá je prioritne na najvyššom stupni možného poznania cieľovej spoločnosti a má najvýznamnejší vplyv na rozhodovanie o pokračovaní vo vyjednávaniach, resp. ukončení a odstúpení z procesu. Na základe toho, ktorá zo zúčastnených strán due diligence realizuje, delíme na (Lajoux a Elson, 2000):

- due diligence (kupujúca strana),
- vendor due diligence (predávajúca strana).

Investor sa prirodzene zameriava najmä na oblasti, ktoré môžu preňho znamenať najväčšie riziko. Buď ide o realizáciu samotnej transakcie alebo o potenciálne sankcie, ktoré by sa mohli vyskytnúť v budúcnosti. Predmetom skúmania sú prednostne (Howson, 2008):

- podniková štruktúra (vznik spoločnosti, spriaznené osoby, majetková účasť v iných spoločnostiach),
- nehnuteľnosti (ako boli nadobudnuté, vecné práva, nájomné zmluvy),
- práva k nehmotným majetkom (know-how, licenčné zmluvy, patenty, ochranné známky, autorské práva, software),
- obchodné zmluvy (práva a povinnosti zmluvných strán, zaistenie, zmluvné pokuty),
- pracovno-právna oblasť (pracovné zmluvy, podmienky ukončenia pracovného pomeru, spory, BOZP),
- environmentálna oblasť (ochrana životného prostredia, riešenie odpadových látok, existencia nebezpečných odpadov, ich skladovanie a likvidácia),
- poistenie a vykrytie rizík,
- právne spory (stav, postavenie).

Proces due diligence by v každom prípade mal prebiehať pred samotnou transakciou, pretože výstupy z neho sú kľúčové pre ďalšie fázy v podobe vyjednávania o zmluvnej dokumentácii a cene. Ak nastane prípad, že má investor i napriek neuspokojivým výsledkom due diligence záujem pokračovať v rozbehnutej transakcii, je nutné prijať také opatrenia, ktorými si zaisti svoju pozíciu proti možným rizikám v období po realizácii transakcie (Rosenbloom, 2010). Po skončení due diligence a vyhodnotení jeho priebehu a výsledkov by mali byť zúčastnené strany schopné prijať definitívne rozhodnutie a vedieť sa dohodnúť akou formou transakcia prebehne.

Či pôjde o nadobudnutie obchodného podielu, prevod podniku, priame nadobudnutie majetku, oddelenie časti podniku pre investora, alebo úplný zánik pôvodného subjektu na základe schváleného projektu premeny.

Due dilligence v daňovej oblasti závisí hlavne od konkrétneho predmetu ekonomickej činnosti cieľovej spoločnosti. Rozsah vykonávanej analýzy prebieha podľa jednotlivých druhov daní, ako napr. daň z príjmu právnických osôb, daň z pridanej hodnoty, daň zo závislej činnosti, daň z motorových vozidiel, prípadne spotrebných daní. Obvykle sú skúmané účtovné obdobia za posledné tri až päť rokov. Riziko daňovej kontroly a vymerania dodatočnej dane je v tomto horizonte stanovené národnou legislatívou a podlieha mu každý subjekt. Hlavné zameranie smeruje na dve najzávažnejšie oblasti, a to daň z príjmov a daň z pridanej hodnoty, pretože prípadné vymeranie dodatočných daní môže mať v porovnaní s ostatnými daňami neporovnateľne vyšší rozmer. Výsledkom daňového due dilligence by mala byť podrobná správa, ktorej obsahom je identifikácia potenciálnych daňových rizík pre investora.

Pri analýze dane z príjmov je základom preskúmanie už podaných daňových priznaní. Tie sú porovnávané s predloženými účtovnými a daňovými parametrami. V procese due dilligence sú finančné výkazy podrobené revízii a je kontrolovaný skutočne vykazovaný hospodársky výsledok. Ten je následne transformovaný na základ dane z príjmov v zmysle platných zákonov o daniach. Postupy, ktoré možno pri tejto revízii aplikovať sú (Rosenbloom, 2010):

- komparácia údajov uvedených v daňových priznaniach s účtovníctvom preverovanej jednotky,
- zohľadnenie dostupných relevantných tzv. neúčtovných údajov, ktoré súvisia s internými a externými hospodárskymi transakciami daného subjektu z pohľadu zákona o dani z príjmov.

Kontrolu dane z pridanej hodnoty možno podľa charakteru rozdeliť na kontrolu dane na vstupe a kontrolu dane na výstupe. Aj keď finančnú analýzu zvyčajne robí licencovaný audítor, jedná sa tu vždy o zber informácií finančného charakteru a nie o overovanie ich pravdivosti. Hlavnou úlohou realizátora je čo najviac zrozumiteľnou formou skompletizovať výstup o finančnej situácii preverovaného subjektu. Vypracovaná správa má poslúžiť investorovi pri rozhodovaní o jeho ďalšom postupe. Samozrejme, ak analytik zistí, že údaje nie sú pravdivé, túto informáciu investorovi dá na vedomie.

Klasická správa audítora o overovaní údajov obligatórne obsahuje jednoznačný záver. Správa v prípade due dilligence obvykle jednoznačný záver neobsahuje a nemá

pevne stanovený formát. Do značnej miery skôr odráža know-how, skúsenosti a zadanie poradcu a v konečnom dôsledku je ovplyvnená (Howson, 2003):

- motiváciou potenciálneho investora,
- národnými zvyklosťami investora,
- firemnými zvyklosťami investora,
- skúsenosťami finančného poradcu, resp. audítora.

Pri finančnom due dilligence sa niektoré oblasti analýzy prekrývajú s právnou, respektíve personálnou analýzou. Audítor môže napríklad vo svojej správe upozorniť na fakt, že veľká časť činnosti spoločnosti je závislá od odbornej spôsobilosti kľúčových zamestnancov, ktorých zotrvanie v podniku nie je dostatočne ošetrené.

Po absolvovaní due diligence nasleduje obdobie vyhodnocovania výstupov, na základe ktorých investori formulujú svoje záväzné ponuky. Z týchto ponúk býva následne vykonaný výber jedného až dvoch uchádzačov, ktorí sú pozvaní k exkluzívnemu jednaniu. Ostatné zúčastnené subjekty sú oboznámené o situácii a požiadané o vrátenie všetkých dôverných materiálov, ktoré im boli poskytnuté. Za asistencie projektových manažérov, právnych, finančných a daňových poradcov protistrany spoločne vyjednávajú hlavné podmienky transakcie. K hlavným témam pri vyjednávaní patria (Saorin-Iborra, 2008):

- výstupy z vykonaného due diligence,
- stratégia integrácie,
- akvizičná cena,
- štruktúra transakčnej dokumentácie.

Finálnemu uzatvoreniu transakcie ešte predchádza proces, ktorý definuje problematiku následného zladenia vzťahov dvoch ekonomický prepojených organizácií, prípadne priameho zlúčenia dvoch subjektov do jednej organizácie. Účelom tohto procesu nie je vytvorenie detailného integračného plánu, skôr ide skôr o definíciu integračnej stratégie a ďalšieho smerovania partnerov.

Hlavná časti integračného plánu môžu byť napríklad (Pablo, 2004):

- riadenie ľudských zdrojov,
- marketing,
- obchod,
- financovanie,
- právne záležitosti.

Za účelom zabezpečenia prípravy, formulácie a plánovania stratégie post-akvizičnej integrácie býva vytvorený špeciálny tím manažérov. Väčšinou sa skladá z odborníkov obidvoch spoločností. Každému z nich je pridelená konkrétna pozícia a úlohy. Zároveň je určený vedúci tímu, ktorý zodpovedá za celkový integračný proces (Datta, 1991).

Jednotlivé okruhy vyjednávania, či už výstupy z due diligence, cenu alebo integráciu nie je možné riešiť oddelene. Všetky sú vzájomne prepojené a v prípade opomenutia niektorého z nich, nie je možné dosiahnuť efektívne a pre obe strany prijateľné riešenie transakcie. Každý výstup z týchto vyjednávání tvorí obsahovú jedinečnosť transakčnej dokumentácie. Čo sa týka rizík zistených počas due diligence, je v rámci procesu vyjednávania vyvíjaná snaha o ich zníženie, resp. prenesenie na druhý subjekt. Spoločne s podmienkami a záväzkami účastníkov transakcie v rámci už vyjednaného procesu integrácie, slúži k ich zaisteniu a možnosti vymáhania, implementácie špecifických nástrojov do transakčnej dokumentácie:

- začlenenie systému odkladacích podmienok do transakčnej dokumentácie,
- komplexná úprava prehlásení a záruk predávajúceho začlenených do transakčnej dokumentácie.

Systém odkladacích podmienok je vhodný najmä v prípadoch, kedy boli v rámci etapy due diligence odhalené také nedostatky a riziká, na odstránenie ktorých sa vyžaduje dlhšie časové obdobie a zároveň je reálne, že predávajúci subjekt je schopný zistené nedostatky odstrániť a hroziace riziká eliminovať. Úspešné dokončenie predmetnej transakcie je limitované splnením stanovených podmienok. Obvykle tento režim obsahuje stanovenie hraničného termínu na splnenie podmienok a v prípade jeho nedodržania sa záväzky zo zmluvy anulujú, resp. sa pristupuje k uplatneniu sankčných dojednaní za spôsobené škody.

Nezávisle od vyššie uvedených podmienok sa používa prehlásenia a záruky. Ich porušením sa uplatňuje zodpovednosť za škodu, ktorá vznikne investorovi. Obsah prehlásení a záruk, implementovaných v zmluvnej dokumentácii je stanovený zo získaných výsledkov due diligence, ako na základe štandardných akvizičných formulácií. Akékoľvek výnimky z platnosti uvedených prehlásení je zmluvný partner povinný výslovne uviesť v rámci transakčnej dokumentácie a výslovne na ne protistranu upozorniť. Tá je na základe týchto záruk chránená pre prípadný vznik škody následkom ich porušenia a je v takom prípade oprávnený u svojho partnera uplatňovať náhradu škody, ktorá mu vznikla.

Medzi bežné podmienky a záruky možno zaradiť napríklad:

- jurisdikcia pre súdne rozhodovanie,
- časový harmonogram, dátum nadobudnutia platnosti,
- cena, jej forma, termíny a podmienky splatnosti,
- podmienky transakcie a záväzky obidvoch zúčastnených strán,
- obmedzenia predávajúceho,
- dohoda o podiele na nákladoch,
- záruky o poskytnutých údajoch,
- náhrady škody,
- postupy pri riešení nárokov zmluvných strán.

Pred uzatvorením kontraktu by mali byť vyriešené všetky kľúčové oblasti, avšak nie je neobvyklé, že v priebehu due dilligence a následného procesu vyjednávania sa nepodarí celkom odstrániť problematické miesta, riziká, ktoré sú následne riešené už v súlade s dohodnutými podmienkami kontraktu. Po absolvovaní podpisu kúpnej zmluvy nasleduje obdobie, počas ktorého je priestor na splnenie prvotných podmienok stanovených v zmluve. K nim je možné zaradiť napríklad získanie súhlasu protimonopolného úradu, splnenie rôznych interných podmienok atď. K definitívnemu prechodu vlastníctva a kontroly dochádza až v rozhodujúcom dni, ktorý nastáva po splnení všetkých podmienok. Vtedy môže dôjsť aj k aktualizácii zmluvne dohodnutej transakčnej ceny.

Na jej úpravu vplýva predovšetkým:

- pracovný kapitál k rozhodujúcemu dňu,
- evidovaný dlh k rozhodujúcemu dňu,
- vývoj menového kurzu a pod.

Integračný plán musí byť spracovaný tak, aby bol v maximálnej miere akceptovaný obidvoma zúčastnenými subjektami a tiež ich vrcholovými manažérmi. Potom už len je potrebná kontrola jeho dôkladného plnenia. Počas obdobia jeho plnenia je potrebné mať na zreteli, že tento integračný plán bol vytvorený v minulosti a v súčasnosti dochádza ku konfrontácii s aktuálnym stavom oboch spoločností.

Často sa mení aj situácia v okolí podniku v podobe konkurencie, dodávateľsko-odberateľských vzťahov, či makroekonomického vývoja v hospodárstve. Pri jeho spracovaní je potrebné pamätať na dostatočnú flexibilitu, keďže sa môžu vyskytnúť skutočnosti, ktoré pri vyjednávaní nemohli byť známe alebo došlo k ich prehliadnutiu.

Kompetentní manažéri by mali byť schopní vyhodnotiť význam novej situácie a zakomponovať ju do procesu integrácie, prípadne revidovať kompletný proces.

Od samotného začiatku procesu akvizície by v ňom mal byť zastúpený aj manažment ľudských zdrojov (Birkinshaw et al. 2000). V konečnom dôsledku sa totiž nejedná len o zmenu stanov, interných predpisov, vnútorného systému, či výrobného procesu. Pre kvalitnú spoločnosť predstavujú jej najcennejšie aktívum práve zamestnanci. V prípade, že riadenie procesu integrácie ľudských zdrojov bolo od počiatku ignorované a nebola mu venovaná adekvátne pozornosť, ťažko to dobehnúť po už prebehnutých akvizíciách (Vaara, 2003). Cieľová spoločnosť takýmto postojom, riskuje výrazný pokles výkonnosti, odbornosti, motivácie, nasadenia a integrity zamestnancov. Medzi hlavné témy integrácie ľudských zdrojov možno zaradiť (Laarson a Finkelstein, 1999):

- určenie úloh vrcholového manažmentu s vytýčením ich zodpovedností,
- definovanie novej organizačnej štruktúry,
- komunikáciu so zamestnancami,
- motivovanie zamestnancov,
- kontinuálnu analýzu a vyhodnotenie dosiahnutých výsledkov.

1.3 Meranie výkonnosti podniku

Na pojem výkonnosti možno nazerať z viacerých uhlov pohľadu, pretože subjektov, ktoré ju hodnotia je mnoho. Fungovanie spoločnosti totiž neovplyvňuje iba vlastníkov zastúpených manažmentom, ale taktiež rôzne záujmové skupiny, ktoré môžu mať rozdielne, často až protichodné záujmy. Napríklad ziskovosť je jedným z kľúčových faktorov pre prežitie firmy a spokojnosť akcionárov, avšak môže mať menší význam pre subjekty, ktoré sledujú sociálne alebo politické ciele.

Medzi hlavné skupiny subjektov zainteresovaných na chode podniku (stakeholderov) možno zaradiť (Neely, 2007):

- akcionárov,
- vedenie podniku,
- zákazníkov,
- zamestnancov,
- veriteľov,
- štát,
- spoločnosť.

Na to, aby mohol byť podnik považovaný za dostatočne výkonný, mal by v čo najvyššej miere uspokojovať všetky uvedené skupiny, ktoré sú s jeho činnosťou spojené. K zaisteniu úspešnosti podniku je nevyhnutné jeho výkonnosť vhodným spôsobom merať. Ide o sledovanie účinnosti jednotlivých rozhodnutí a opatrení pri plnení podnikových cieľov a vopred stanovených požiadaviek zainteresovaných subjektov. V minulosti bola výkonnosť podniku meraná predovšetkým finančnými ukazovateľmi na báze informácií z účtovníctva. Metódy vychádzajúce z finančných ukazovateľov je možné klasifikovať do viacerých skupín:

- absolútne ukazovatele,
- pomerové ukazovatele,
- rozdielové ukazovatele,
- súhrnné ukazovatele.

Tento prístup však zanedbáva množstvo pre podnikanie kľúčových aspektov ako napríklad ľudské zdroje, interné procesy, vzťahy so zákazníkmi a podobne. Ďalším nedostatkom finančných ukazovateľov je ich historický charakter, keďže je ich možné hodnotiť až po skončení sledovaného účtovného obdobia. Často to vedie k orientácii na krátkodobé ciele a zanedbávanie cieľov dlhodobých. Rovnako sa zameriavajú hlavne na dôsledky, nie príčiny sledovaných javov.

V súčasnosti sa pre to čoraz viac dostávajú do popredia nové prístupy merania výkonnosti podnikov založené na báze hodnotových (nefinančných) ukazovateľov. Niektoré z nich zaznamenávajú postavenie na trhu, iné sa sústreďujú na zákazníkov, kým ďalšie hodnotia spokojnosť zamestnancov. Kombináciou finančných a nefinančných ukazovateľov tak vznikajú komplexné systémy merania výkonnosti. Tieto systémy sa pokúšajú zachytiť zložitejšie väzby nielen medzi jednotlivými ukazovateľmi, ale aj medzi rôznymi podnikmi.

Rozvoj kapitálových trhov a víťazstvo koncepcie slobodného podnikania, vytvorili priestor pre riadenie podniku založenom na maximalizácii akcionárskej hodnoty (shareholder value). Jednak v podobe dividend a jednak, a to predovšetkým, formou ziskov plynúcich z rastu cien akcií. Snaha o maximalizáciu akcionárskej hodnoty prináša výhody aj pre podnik a jeho vedenie. Vyššia akcionárska hodnota totiž umožňuje znížiť náklady na novozískaný kapitál prostredníctvom kapitálových trhov a zároveň znižuje i pravdepodobnosť konkurenčného prevzatia podniku. Toto prevzatie by totiž bolo motivované a v konečnom dôsledku i financované práve doposiaľ nevyužitými

možnosťami zvýšiť hodnotu podnikových akcií. Potrebu zvyšovať akcionársku hodnotu je však účelné zakomponovať aj do systému bežného riadenia podniku (Harbour, 2017).

Tradične riadené podniky sú totiž riadené na základe kombinácie strategických cieľov a cieľov finančných. Strategickými cieľmi spravidla rozumieme napr. zvyšovanie výkonnosti podniku, zvyšovanie jeho trhového podielu, rozvoj nových výrobkov a technológií. Finančné ciele sú formulované a sledované pomocou ukazovateľov odvodených z účtovných výkazov. Jedná sa o predovšetkým o rôznu úroveň výsledkov hospodárenia (výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti, výsledok hospodárenia z finančnej činnosti, výsledok hospodárenia z bežnej činnosti a výsledok hospodárenia za účtovné obdobie). Z týchto hospodárskych výsledkov sú potom vyvedené rozličné ukazovatele rentability.

Problém je však v tom, že účtovný hospodársky výsledok a z neho odvodené ukazovatele rentability iba nedostatočne korelujú s tvorbou akcionárskej hodnoty. Inak povedané – nie je zaručené, že vyšší hospodársky výsledok bude mať za následok vyššiu hodnotu akcií na kapitálovom trhu. Za nedostatky „účtovných“ ukazovateľov sú považované najmä tieto skutočnosti (Harbour, 2017):

- možnosť ovplyvňovať výšku vykázaného zisku i pomocou legálnych účtovných postupov (často krát veľmi výrazne),
- účtovné ukazovatele nezohľadňujú časovú hodnotu peňazí a predovšetkým riziko.

Riešenie sa hľadalo predovšetkým v použití peňažných tokov a na nich postavenej oceňovacej metódy DCF (diskontovaný cash flow). Nevýhodou metódy DCF však je, že je síce vhodná pre výnosové oceňovanie podniku, ale podstatne menej sa hodí ako súčasť bežného riadenia, pretože (Oded a Michel, 2007):

1. Pojmy a veličiny potrebné pre prepočty metódou DCF sú pre bežnú prax relatívne vzdialené, pretože tá sa opiera o dnes bežné aktuálne účtovníctvo.
2. Metóda DCF nie je príliš použiteľná ako nástroj bežného riadenia podniku a jeho častí a nie je teda možné na nej stavať ukazovatele zainteresovanosti manažérov.

Na druhej strane bolo preukázané, že peňažné toky a z nich plynúce oceňovanie podniku majú so skutočne dosahovanou trhovou hodnotou užšiu súvislosť ako zisk na akciu a ukazovatele typu ROE. Bolo preto treba nájsť ukazovateľ, ktorý by :

- vykazoval čo najužšiu väzbu na hodnotu akcií (shareholder value) a táto väzba by mala byť preukázateľná štatistickými prepočtami;

- umožňoval využiť čo najviac informácií a údajov poskytovaných účtovníctvom vrátane ukazovateľov , ktoré sú na účtovných údajoch postavené. Táto požiadavka smeruje jednak ku zníženej pracnosti prepočtu a jednak ku zvýšeniu komunikatívnosti s predchádzajúcou praxou
- prekonával doterajšie námietky proti účtovným ukazovateľom postihujúcim finančnú efektívnosť. Predovšetkým je treba, aby zahŕňal kalkuláciu rizika
- umožňoval hodnotenie výkonnosti a zároveň ocenenia podniku.

Uvedeným požiadavkám vyhovujú práve ukazovatele, ktoré sú postavené na koncepcii ekonomických ziskov, predovšetkým ukazovateľ EVA a jeho variácie.

1.3.1 *Economic value added – EVA*

Ekonomickú pridanú hodnotu (*economic value added – EVA*) ako metódu podrobne rozpracovali dvaja Američania – Stewart a Stern, ktorí poukázali na to, že treba jednoznačne rozlišovať medzi ziskom, ktorý vykazuje účtovníctvo a tzv. ekonomickým ziskom. Ekonomický zisk sa dosahuje vtedy, keď sú uhradené nielen bežné náklady, ale aj náklady kapitálu, predovšetkým náklady na vlastný kapitál. A teda, ak podnik vykazuje účtovný zisk, vykazuje tiež ekonomický zisk v prípade, že je účtovný väčší ako náklady na vložený vlastný kapitál. Ukazovateľ EVA preferuje ekonomický zisk, tzn. zisk tvorený rozdielom medzi výnosmi kapitálu a ekonomickými nákladmi, teda nákladmi, ktoré okrem účtovných nákladov zahŕňajú i tzv. oportunitné náklady. V praxi sú oportunitnými nákladmi predovšetkým úroky z vlastného kapitálu podnikateľa vrátane odmeny za riziko a prípadne jeho ušlá mzda. Rozdiel medzi tradičným účtovným ziskom a ekonomickým ziskom vyplýva z nasledovného porovnania (Grant, 2003):

$$\text{účtovný zisk} = \text{výnosy} - \text{účtovné náklady}$$

$$\text{ekonomický zisk} = \text{celkový výnos kapitálu} - \text{náklady na kapitál}$$

Pozitívne hodnotenie podnikovej výkonnosti je len v prípade, ak $EVA > 0$. To je prípad, keď výnos z kapitálu je väčší ako jeho cena a vtedy podnik svojim vlastníkom hodnotu „tvorí“. Ak je $EVA < 0$, výnos je menší ako náklad, podnik hodnotu „ničí“.

Medzi účtovným a ekonomickým ziskom je väzba, ktorá je odvodená zo známeho vzorca pre prepočet čistej súčasnej hodnoty

$$NPV = -I + PV \quad (1.1)$$

Pre prepočet súčasnej hodnoty akcie (PV) platí:

$$PV = \frac{EPS}{r_e} + PVGO \quad (1.2)$$

kde

EPS je čistý zisk na akciu,

r_e alternatívny náklad na vlastný kapitál,

$PVGO$ súčasná hodnota rastových príležitostí akcie.

Uskutočnením prepočtu na všetky akcie, tzn. vynásobením PV a I zo vzorca pre prepočet NPV počtom akcií. PV potom predstavuje vnútornú hodnotu celého vlastného kapitálu (okolo tejto hodnoty by sa mala pohybovať trhovú cenu vlastného kapitálu, je vyjadrením výkonnosti podniku). I je vyjadrením účtovnej hodnoty vlastného kapitálu (Sharma a Kumar, 2010).

Výsledný tvar po úprave vyzerá nasledovne:

$$NPV_1 = \frac{(ROE - r_e) \cdot VK}{r_e} + PVGO_e \quad (1.3)$$

kde

NPV_1 je čistá súčasná hodnota všetkých akcií, tzn. čistá súčasná hodnota vlastného kapitálu,

VK je vlastný kapitál,

$PVGO_e$ súčasná hodnota rastových príležitostí vlastného kapitálu.

Je možno rozlíšiť dve koncepcie prepočtu EVA. Prvá koncepcia, sa nazýva „**Capital Charge**“, zachytáva aktuálnu výkonnosť podniku v danom roku. Druhá koncepcia, „**Value Spread**“, sa snaží o zobrazenie dlhodobu udržateľnej podnikovej

výkonnosti. Rozhodujúce pre riadenie podniku je uvedomiť si ich vzťah k čistej súčasnej hodnote.

Pre riadenie podniku je dôležité správne zladit' krátkodobú a dlhodobú dimenziu výkonnosti. Vyjadruje to väzba strategického riadenia, ktorá vytyčuje cestu pre docielenie zvýšenej hodnoty podniku, taktického riadenia, ktoré zaisťuje prechod do krátkodobého (ročného) časového rámca prostredníctvom konkretizácie krokov a alokácie zdrojov a operatívneho riadenia, ktoré zabezpečuje realizáciu konkrétnych akcií. EVA je väčšinou chápaná ako meradlo dlhodobej výkonnosti podniku, ale možno ju použiť aj na strategické, taktické a operatívne riadenie (Young, 1997).

Prvým spôsobom, ktorým je možno EVA vypočítať je pomocou vzorca nákladov na kapitál. Ukazovateľ EVA je chápaný ako čistý výnos z prevádzkovej (hospodárskej) činnosti podniku znížený o náklady kapitálu. Základná podoba vzorca pre výpočet EVA je táto:

$$EVA = NOPAT - NOA \cdot WACC \quad (1.4)$$

kde

NOPAT (net operating profit after taxes) zisk z operatívnej činnosti podniku (zisk z prevádzkových operácií) po dani,

NOA (net operating assets) kapitál viazaný v tzv. čistých aktívach, nazývaný aj ako *Capital*,

WACC (weighted average cost of capital) priemerné vážené náklady kapitálu.

Zjednodušeným východiskom vyčíslenia NOPAT-u je zisk pred zdanením po odpočítaní úrokov (*EBIT – Earnings before interest and tax*), ktorý uvedený vo Výkaze ziskov a strát. Tento ale musíme „zdanit“. Zložitejší, ale za to presnejší spôsob, je dosiahnutie symetrie medzi NOPAT a NOA. Čo v praxi znamená „očistenie“ zisku od výnosov a nákladov, ktoré nesúvisia s kapitálom viazaným v čistých (operatívnych) aktívach.

Pod NOA, alebo inak nazývaným aj čisté operatívne aktíva rozumieme aktíva, ktoré slúžia operatívnej činnosti podniku, tzn. aktíva potrebné k hlavnému prevádzkovaniu podniku.

Priemerné vážené náklady kapitálu vypočítam podľa nasledujúceho vzorca:

$$WACC = r_d \cdot (1 - T) \cdot \frac{D}{C} + r_e \cdot \frac{E}{C} \quad (1.5)$$

kde

r_d	(<i>return of debt</i>) náklady na úročený cudzí kapitál,
T	(<i>tax</i>) sadzba dane z príjmu
D	(<i>debt</i>) úročený cudzí kapitál,
r_e	(<i>return of equity</i>) náklady na vlastný kapitál
C	kapitál celkom ($E + D$),
E	(<i>equity</i>) vlastný kapitál.

Potom náklady na úročený cudzí kapitál:

$$r_d = \text{úroky} / \text{úročený cudzí kapitál} \quad (1.6)$$

a náklady na vlastný kapitál:

$$r_e = \text{výsledok hospodárenia za účtovné obdobie} / \text{vlastný kapitál} \quad (1.7)$$

Základný výpočet EVA sa zdá jednoduchý, ale opak je pravda. Vyjadrenie EVA je zložitý proces úprav a výpočtov. Autori metódy uvádzajú celkom 164 účtovných a matematických úprav, ktoré je potrebné urobiť, aby bolo možné EVA správne vypočítať.

Druhým spôsobom, ktorým je možné vyjadriť EVA, je pomocou vzorca hodnotového rozpätia (*Value Spread*). Jedná sa o akúsi ekonomickú rentabilitu. Vychádza z ročných účtovných dát, avšak jej výsledky môžu, a často aj bývajú, menej presné ako pri prvom spôsobe. Výhodou je, že takto poňatú EVA vieme prepojiť bez problémov na vnútropodnikové účtovníctvo. Týmto spôsobom možno EVA vypočítať

$$EVA_u = (ROE - WACC) \cdot NOA \quad (1.8)$$

alebo

$$EVA = \left(\frac{NOPAT}{NOA} - WACC \right) \cdot NOA \quad (1.9)$$

Ukazovateľ EVA ako kritérium výkonnosti podnikov možno využiť i pri posudzovaní špecifických stránok výkonnosti. Možno ho využiť i pri stanovení celkovej hodnoty podniku, pre výpočet vnútornej hodnoty akcie i pre riešenie hmotnej zainteresovanosti manažmentu. Jeho analýzu možno uskutočniť postupnou desagregáciou na analytickejšie skutočnosti, teda pyramídovým rozkladom.

1.3.2 Hodnota pridaná trhom – MVA

Veličina MVA (*market value added*) je rozdielom medzi trhovou a účtovnou hodnotou podniku. Ak je trhovú hodnotu podniku väčšia ako kapitál do nej investovaný, tak sa vytvorila akcionárska hodnota a akcie podniku sú obchodované s prémieou. Ak je výnosnosť podniku nižšia ako náklady kapitálu, podnik akcionársku hodnotu „zničil“ a akcie sú obchodované s diskontom (Ramana, 2005). MVA možno vyjadriť viacerými spôsobmi.

$$MVA = \text{celková trhovú hodnota podniku} - \text{celkový investovaný kapitál} \quad (1.10)$$

Ak budeme zjednodušene predpokladať, že trhovú a účtovnú hodnotu dlhu sa rovnajú, tak

$$MVA = \text{trhovú hodnota vlastného kapitálu} - \text{účtovná hodnota vlastného kapitálu} \quad (1.11)$$

a hlavne

$$MVA = \text{súčasná hodnota všetkých budúcich EVA} \quad (1.12)$$

Hodnota pridaná trhom má identickú výpoveď (vyjadrenú v absolútnych jednotkách) ako ukazovateľ Market – to – book – ratio, ktorý však býva vyjadrený ako pomerný vzťah.

1.3.3 Economic profit

Tento model je veľmi podobný modelu EVA s týmito rozdielmi:

- a) prevádzkový (výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti) zisk po upravených daniach sa označuje ako NOPLAT (*net operating profit less adjusted taxes*),

- b) hodnota aktív potrebných k prevádzkovaní je označovaná ako „investovaný kapitál“,
- c) úpravy, ktorými od účtovných aktív dospejeme k investovanému kapitálu sú oproti metóde EVA obmedzené.

Inak sa jedná o obmenu modelu EVA. Koncept economic profit bol zamýšľaný predovšetkým ako variant oceňovania. Okrem toho je použiteľný aj k hodnoteniu výkonnosti a výnosnosti podniku a jeho častí.

1.3.4 Peňažná pridaná hodnota – CVA

Model CVA (*cash value added*) bol vyvinutý známou poradenskou firmou *Boston Consulting Group*. Taktiež sa jedná o kapitalizáciu čistých výnosov prevyšujúcich náklad kapitálu. Namiesto výsledku hospodárenia však pracujeme s určitou variantou peňažných tokov. Ďalšími dôležitými pojmami pri tejto metóde sú investovaný kapitál a jeho výnosnosť (CFROI). Kapitál je tu stotožňovaný s tzv. investičnou bázou brutto, ktorá je chápaná ako všetok kapitál investovaný do podniku (Martin a Petty, 2001).

Hľadaná pridaná hodnota z cash flow (CVA) sa potom vypočíta nasledovane:

$$CVA = (CFROI - WACC) \cdot BIB \quad (1.13)$$

kde

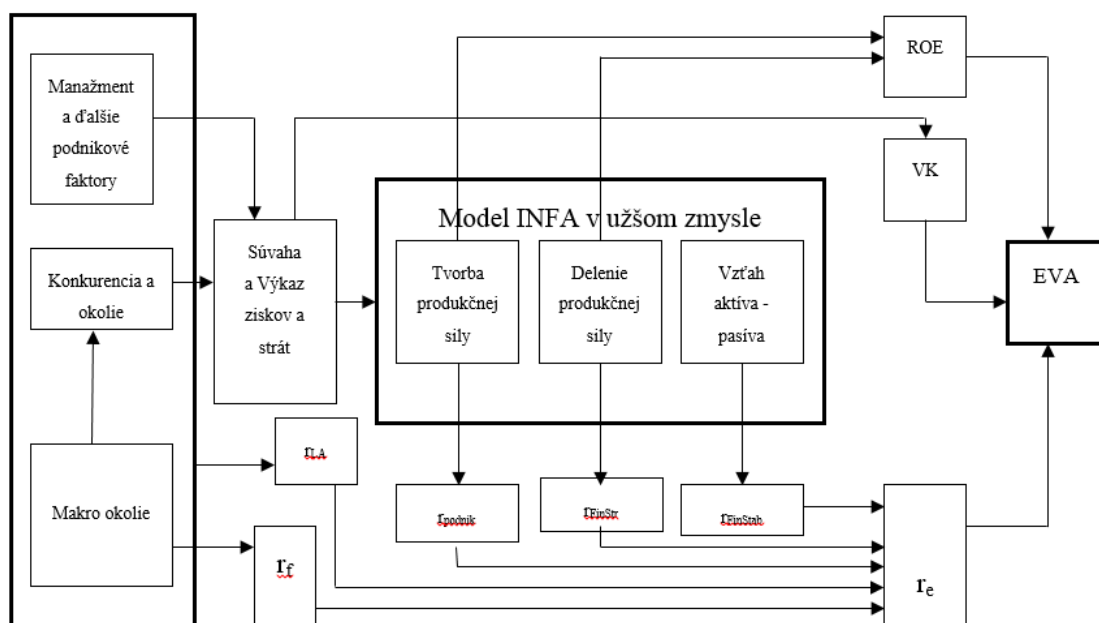
CFROI	výnosnosť investovaného kapitálu,
WACC	priemerné vážené náklady na kapitál,
BIB	brutto investičná báza.

1.3.5 Model INFA

Ide o systém indikátorov finančnej výkonnosti podniku. Má podobu pyramídovej sústavy finančných ukazovateľov, slúži ako finančná mapa finančnej výkonnosti podniku. Vrcholovým kritériom výkonnosti podniku je čistá súčasná hodnota pre vlastníkov. Model INFA tvorí základ stromu tvorby hodnoty, ktorý je vhodným skeletom pre controllingový a reportingový systém podniku.

Z obr. 5 je vidieť, že situácia v širšom a užšom okolí podniku, ako aj vlastná situácia vo vnútri podniku sa premietnu do účtovných výkazov. Údaje z týchto výkazov sú dôležitým východiskom pre prepočet a analýzu vzniku ekonomického zisku.

Ekonomický zisk je krátkodobým (ročným) výsledkom činnosti podniku. Je jedným z rady výsledkov v dlhodobom časovom horizonte. Rozhodujúce pre podnik je, aby maximalizoval dlhodobú výkonnosť podniku (Larrabee a Voss, 2012).



Obrázok 1 Model INFA

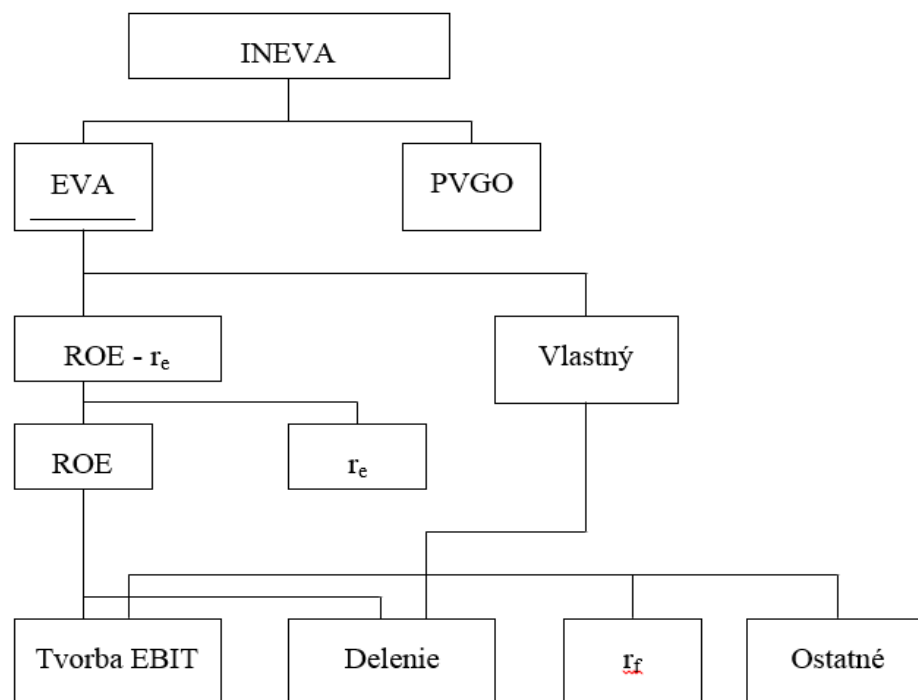
Zachytenie väzby krátkodobej a dlhodobej dimenzie výkonnosti podniku zachytáva obr. 3. Čistá súčasná hodnota je na obrázku vyjadrená prostredníctvom ukazovateľa INEVA, ktorý definične zodpovedá NPV_1 . V ľavej časti je znázornená hodnota podniku za predpokladu výkonnosti podniku reprezentované v súčasnosti dosiahnutou hodnotou ekonomického zisku. V pravej časti je táto hodnota korigovaná. V prípade, že v súčasnosti dosiahnutá hodnota ekonomického zisku je do budúcnosti neudržateľná, tzn., že je tu predpoklad záporných prírastkov ekonomického zisku do budúcnosti, potom dôjde ku korekcii hodnoty podniku smerom dole. Pokiaľ má podnik predpoklad pre kladné prírastky v súčasnosti dosahované hodnoty ekonomického zisku, znamená to kladnú hodnotu PVGO, o ktorú vzrastie hodnota podniku.

Všetky faktory pôsobiace na veľkosť ROE a r_e môžeme považovať za faktory ovplyvňujúce čistú súčasnú hodnotu podniku.

Vzhľadom k tomu, že každá konštelácia faktorov predstavuje určitý scenár vývoja podniku, tzn. faktory spolu súvisia, zostavy faktorov nemôžu byť ľubovoľné. Vždy je treba pôsobenie faktorov posudzovať komplexne a maximalizovať rozsah ROE – r_e a jeho tempo rastu. Ide o riadenie prírastkov ekonomického zisku. Základom jednotlivých scenárov je

ich predpokladaná produkčná sila (ROA), resp. spôsob tvorby (dosiahnutia) produkčnej sily.

Rozhodujúce je, aké aktíva podnik vlastní a akým spôsobom ich dokáže zhodnotiť. V rámci každého scenáru je treba potom zvoliť vhodnú variantu spôsobu financovania.



Obrázok 2 Väzba krátkodobej a dlhodobej výkonnosti podniku v modeli INFA

Model INFA ukazuje previazanosť medzi ukazovateľmi a tým umožňuje nestratiť prehľad, orientovať sa a premietnuť dopad všetkých uskutočnených rozhodnutí na krátkodobú a dlhodobú výkonnosť podniku. Pokiaľ by boli známe funkčné väzby medzi ukazovateľmi, bolo by možné použiť špeciálne metódy, ako napr. logaritmickú alebo metódu postupných zmien, ktorými by som mohol kvantifikovať vplyv zmien jednotlivých ukazovateľov na zmenu ukazovateľa vrcholového.

Aktuálna finančná situácia je výsledkom všetkých rozhodnutí minulých a rozhodnutí súčasne vykonaných pre súčasnosť a budúcnosť. Pri tvorbe a implementácii stratégie je treba rešpektovať nielen previazanosť medzi jednotlivými dimenziami, ide tiež o väzby v čase a väzby okolia podniku. Prínosom a výhodou modelu INFA je predovšetkým:

- jasná a transparentná diagnostika finančnej situácie podniku a to tak za minulosť, ako aj za budúcnosť pre posúdenie kvality riadenia a kvality stratégie,

- jasná a transparentná väzba jednotlivých úrovní riadenia podniku,
- možnosť vyčíslenia príspevkov útvarov, procesov a činností zákazníkov k ekonomickému zisku,
- možnosť napojenia nefinančných indikátorov výkonnosti,
- vylúčenie lokálnej optimalizácie, možnosť analýz „čo sa stane, keď“ a „čo je nutné, aby“.

2 Cieľ práce

Hlavným cieľom tejto dizertačnej práce je zamerať sa na akvizičné transakcie a kvantifikovať ich potenciál v oblasti zvyšovania výkonnosti podniku.

Na splnenie hlavného cieľa boli stanovené čiastkové ciele :

1. analýza súčasného stavu problematiky akvizícií v domácej a predovšetkým zahraničnej literatúre,
2. zber vhodných údajov a výber konkrétnych podnikov, ktoré poskytnú dostatočnú vzorku na uskutočnenie hlavného cieľa,
3. voľba vhodnej metodológie a overenie predpokladov pre použitie jednotlivých metód,
4. vytvorenie modelov,
5. overenie výstupov a porovnanie modelov podľa ich výpovednej hodnoty a získaných výsledkov,
6. formulácia záverov a konfrontácia získaných výsledkov s výstupmi zahraničnej literatúry,
7. stanovenie odporúčaní do podnikovej praxe.

3 Metodika práce a metody skúmania

Uvedená kapitola sa zameriava na prezentáciu aplikovaných metód a údajovú vzorku, ktorá bola pri výskume použitá.

3.1 Metóda najmenších štvorcov

V úvodnej časti kapitoly je popísaná metóda najmenších štvorcov a uvedených viacero príkladov jej úspešného využitia v akademickej literatúre.

3.1.1 Príklady využitia metódy najmenších štvorcov

Metóda najmenších štvorcov (OLS – ordinary least squares) predstavuje pravdepodobne najčastejšie aplikovanú techniku na odhadovanie regresných koeficientov z celého spektra ekonometrických metód. Hamilton (1989) ňou skúmal vplyvy nezamestnanosti, Jacobson (1990) výkonnosť podnikov a Sarstedt a kol. sa ňou zameriavali na rodinné firmy (2014). S využitím metódy najmenších štvorcov Duygan-Bump a kol. (2015) ukázali, že finančné obmedzenia malých firiem boli jedným z hlavných faktorov, ktoré ovplyvnili dynamiku nezamestnanosti počas recesie v rokoch 2007 - 2009 v Spojených štátoch. Ich zistenia podporujú hypotézu o kreditných obmedzeniach a podčiarkli úlohu bankových úverov pri vysvetľovaní činnosti trhu práce.

Lindamood a kol. (2007) skúmali dátové súbory spotrebiteľských financií a analyzovali na nich aj využitie metódy najmenších štvorcov s diskusiou o problematike komplexných vzorov (viď aj Nielsen a Seay 2014, Nielsen a kol. 2009). Na základe ich metodiky Shin a Hanna (2017) skúmali dôsledky používania vážených koeficientov, aby sa zohľadnila komplexnosť vzorky v analýzach prieskumu spotrebiteľských financií. Výsledky porovnali s regresiou najmenších štvorcov a našli sme niekoľko rozdielov medzi neváženými a váženými modelmi. Nevyvážené regresie vytvorili konzervatívnejšie testy významnosti a ako tvrdili autori, môžu byť lepšie pre testovanie hypotéz. Ak je však dôležitý odhad magnitúdy účinkov, vážená regresia môže byť lepšia, pretože vytvára konzistentné odhady.

Ak sa pozrieme na aplikáciu metódy najmenších štvorcov v súvislosti s fúziami a akvizíciami, Baker a kol. (2012) analyzovali vzťah medzi cieľovými cenami a inými aspektmi zlúčenia a akvizičnej činnosti vrátane cenových ponúk, úspešnosti obchodov a reakcií na trhu. Ich výsledky indikujú, že pravdepodobnosť akceptácie ponuky rastie, ak

prekračuje očakávanú hornú cenu. Naopak akcionári ponúkajúcej spoločnosti na dané navýšenie reagujú negatívnejšie. K podobným výsledkom dospeli aj Shleifer a Vishny (2003) a Rhodes-Kropf a Viswanathan (2004), ktorí vysvetľujú akvizície z hľadiska časového rozvrhnutia trhu s bohatými uchádzačmi o kúpu, ktorí sledujú cieľové spoločnosti s nižšou hodnotou. Rhodes-Kropf a kol. (2005) a Dong a kol. (2006) okrem iného potvrdzujú, že cieľové subjekty majú skutočne vyšší pomer účtovnej hodnoty k tržnej než uchádzači. Tvorba podobných portfólií cieľových spoločností umožňuje, aby sa oddelili firmy, ktoré sú relatívne pravdepodobnejšie ciele od tých, ktoré sú viac pravdepodobne kupujúcimi.

Ako bude uvedené v ďalšej sekcii, samotná regresia s využitím metódy najmenších štvorcov spočíva v určení závislej premennej vytvorením nevychýleného minimálneho súčtu chybových štvorcov vo vzťahu k nezávislej premennej. Pre nevychýlené pozorovania by sa predpoveď mala rovnať očakávanej hodnote závislej premennej pre konkrétny súbor údajov (Fernandes a Leblanc, 2005). Korektná aplikácia OLS je založená na súbore predpokladov ako napríklad normálne rozdelenie, homogenita a nezávislosť rezíduí (Montgomery a kol. 2001). Porušenie týchto predpokladov vedie k neefektívnym a vychýleným odhadom, čo vedie k nepresnému odhadu modelových parametrov pomocou OLS. Niektorí autori (Guisan a kol., 2002) poukázali na predpoklad, že dokonalé podmienky OLS regresie je v skutočnosti takmer nemožné dosiahnuť a preto bolo predstavených aj viacero rozšírení tejto techniky, ktoré ju umožňujú použiť i pri dátových súboroch, ktoré niektoré z predpokladov na údaje nespĺňajú (Cohen a kol. 2003).

3.1.2 Charakteristika metódy najmenších štvorcov

Štandardný lineárny regresný model sa zameriava na lineárny vzťah medzi dvoma premennými možno zapísať v tvare:

$$Y_i = \alpha + \beta X_i + u_i, \quad (2.1)$$

kde $i = 1, \dots, n$ označuje jednotlivé pozorovania vzorky o počtosti n , u_i predstavuje parameter chyby pre pozorovanie i , ktoré obsahuje všetky faktory ovplyvňujúce závislú premennú Y_i odlišné od nezávislej premennej X_i . Táto chyba môže byť spôsobená vynechaním relevantných faktorov, ktoré by mohli ovplyvniť závislú premennú, môže to byť chyba merania alebo nesprávny výber lineárneho vzťahu medzi

veličinami, keď skutočný vzťah môže byť nelineárny. Je zrejmé, že skutočné hodnoty koeficientov α a β nie je možné definovať, ale cieľom regresie je realizovať ich odhad tak, model čo možno najlepšie popisoval analyzovanú vzorku údajov.

Metóda najmenších štvorcov vykonáva odhad koeficientov α a β (označených symbolom $\hat{\alpha}$ a $\hat{\beta}$) minimalizáciou súčtu druhých mocnín rezíduí (reziduálna suma štvorcov), kde rezíduá sú dané ako:

$$e_i = Y_i - \hat{\alpha} - \hat{\beta}X_i, \quad \text{pre } i = 1, \dots, n \quad (2.2)$$

kde $\hat{\alpha}$ a $\hat{\beta}$ predstavujú odhady regresných parametrov α a β . Reziduálna suma štvorcov daná ako:

$$RSS = \sum_{i=1}^n e_i^2 = (Y_i - \hat{\alpha} - \hat{\beta}X_i)^2, \quad (2.3)$$

je následne minimalizovaná doma podmienkami prvého rádu:

$$\partial(\sum_{i=1}^n e_i^2) / \partial \alpha = -2 \sum_{i=1}^n e_i = 0, \text{ teda } \sum_{i=1}^n Y_i - n\hat{\alpha} - \hat{\beta} \sum_{i=1}^n X_i = 0, \quad (2.4)$$

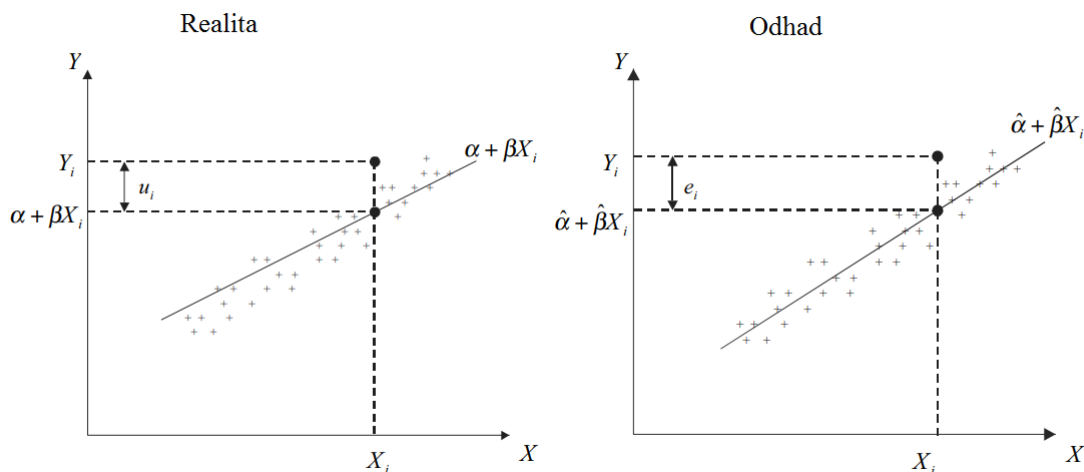
$$\partial(\sum_{i=1}^n e_i^2) / \partial \beta = -2 \sum_{i=1}^n e_i X_i = 0, \text{ teda } \sum_{i=1}^n Y_i X_i - \hat{\alpha} \sum_{i=1}^n X_i - \hat{\beta} \sum_{i=1}^n X_i^2 = 0. \quad (2.5)$$

Vyriešením vyššie uvedených normálnych rovníc získame odhady koeficientov α a β nasledovne:

$$\hat{\alpha}_{OLS} = \bar{Y} - \hat{\beta}_{OLS} \bar{X} \quad \text{a} \quad \hat{\beta}_{OLS} = \frac{\sum_{i=1}^n x_i y_i}{\sum_{i=1}^n x_i^2}, \quad (2.6)$$

kde $\bar{Y} = \frac{\sum_{i=1}^n Y_i}{n}$, $\bar{X} = \frac{\sum_{i=1}^n X_i}{n}$, $y_i = Y_i - \bar{Y}$, $x_i = X_i - \bar{X}$, $\sum_{i=1}^n x_i^2 = \sum_{i=1}^n X_i^2 - n\bar{X}^2$, $\sum_{i=1}^n y_i^2 = \sum_{i=1}^n Y_i^2 - n\bar{Y}^2$ a $\sum_{i=1}^n x_i y_i = \sum_{i=1}^n X_i Y_i - n\bar{X}\bar{Y}$.

Rozdiel medzi skutočnými koeficientmi α a β a použitím ich odhadov $\hat{\alpha}$ a $\hat{\beta}$ je znázornený aj na Obrázku 3.



Obrázok 3 Rozdiel medzi skutočnými koeficientmi α a β a použitím ich odhadov

Na to, aby bolo možné metódu najmenších štvorcov aplikovať korektne, je kvôli jej konštrukcii nevyhnutné zaviesť určité predpoklady:

1. Chybová zložka má nulovú strednú hodnotu, teda $E(u_i) = 0$ pre všetky $i = 1, \dots, n$. Tento predpoklad je nevyhnutný, aby sa naše odhady v priemere nachádzali na skutočných hodnotách (ležali na skutočnej priamke).
2. Chybová zložka má konštantný rozptyl, teda $var(u_i) = \sigma^2$ pre všetky $i = 1, \dots, n$. Tento predpoklad je nevyhnutný, aby bolo každé pozorovanie rovnako významné.
3. Chybová zložka nie je korelovaná, teda $E(u_i u_j) = 0$ pre všetky $i \neq j$, $i, j = 1, \dots, n$.
4. Nezávislá premenná X nie je náhodná (biely šum) a nie je korelovaná s chybovou zložkou.

Pri splnení daných predpokladov platí, že odhad koeficientov s využitím metódy najmenších štvorcov je nevychýlený, konzistentný, a má najmenší rozptyl spomedzi všetkých lineárnych odhadov (Gauss-Markovov teorém). Za predpokladu, že platí aj to, že chybová zložka je nezávislá a identicky rozdelené s normálnym rozdelením, nulovou strednou hodnotou a $var(u_i) = \sigma^2$, platí, že odhad koeficientov s využitím metódy najmenších štvorcov je najlepší zo všetkých nevychýlených odhadov (nie len lineárnych).

Ako sme uviedli vyššie, po splnení predpokladov je metóda najmenších štvorcov najlepším lineárnym nevychýleným odhadom. V reálnej praxi sa však často stáva, že tieto podmienky nie sú splnené. Následkom toho je, že model nemá optimálne vlastnosti a je v praxi viac-menej nepoužiteľný. Ak je napríklad porušená požiadavka, aby mala chybová zložka nulovú strednú hodnotu, nenulová stredná hodnota je súčasťou odhadu úrovňovej

konštanty a ten je vychýlený. Na overenie platnosti týchto predpokladov sa využívajú rôzne štatistické testy.

V práci sme testovali normálne rozdelenie rezíduí využitím Doornik-Hansen testu, ktorý je založený na šikmosti a špicatosti viacrozmerných údajov, ktoré sa transformujú, aby sa zabezpečila nezávislosť. Jeho komplexnejší než napríklad Jarque-Bera test alebo Shapiro-Wilk test. Konštattný rozptyl rezíduí modelu sme overovali s využitím Breusch-Pagan testu, ktorý testuje, či rozptyl chýb regresie závisí od hodnôt nezávislých premenných. V takom prípade je indikovaná heteroskedasticita. Detailný popis jednotlivých testov je možné nájsť napríklad v Stachurski (2016).

3.2 Popis údajov

Údaje na overenie dopadu akvizičnej aktivity podnikov na ich výkonnosť boli poskytnuté J&T Bankou, a.s. pobočkou zahraničnej banky a pochádzajú z informačnej agentúry Bloomberg. Celková vzorka predstavovala 43 848 svetových spoločností a ich údaje o objeme akvizícií, prostriedkoch investovaných do vývoja a výskumu, účtovnej hodnote základného imania, čistej ziskovej marži a návratnosti vlastného imania (ROE) za roky 2006, 2017 a 2018.

V rámci akvizičnej činnosti išlo o údaje za transakcie ukončené v danom roku a databáza obsahovala priamo aj jednotlivé pomerové ukazovatele, ktoré predstavujú závislé, respektíve nezávislé premenné. Ak sa pozrieme na celkový objem, len v roku 2018 spoločnosti zrealizovali akvizície za 1,136 bil. USD.

Tabuľka 1 Prehľad vzorky údajov podľa odvetví

Odvetvie	Počet spoločností	Objem akvizícií (mil. USD)	Podiel na celkových akvizíciách	AKV / ZI
Advertising	303	\$3 978,68	0,35%	6,28%
Aerospace/Defense	234	\$28 116,31	2,47%	14,60%
Air Transport	162	\$940,54	0,08%	0,37%
Apparel	1148	\$15 066,39	1,33%	5,22%
Auto & Truck	133	\$2 629,35	0,23%	0,29%
Auto Parts	681	\$8 521,98	0,75%	2,37%
Bank (Money Center)	617	\$6 558,04	0,58%	0,10%
Banks (Regional)	872	\$26,09	0,00%	0,00%
Beverage (Alcoholic)	220	\$7 754,00	0,68%	2,82%
Beverage (Soft)	97	\$4 461,72	0,39%	5,65%
Broadcasting	135	\$10 897,63	0,96%	17,97%
Brokerage & Investment Banking	553	\$7 002,40	0,62%	1,34%
Building Materials	416	\$9 190,87	0,81%	5,33%
Business & Consumer Services	850	\$18 075,19	1,59%	9,98%
Cable TV	60	\$3 968,71	0,35%	2,21%
Chemical (Basic)	785	\$7 034,54	0,62%	1,82%
Chemical (Diversified)	71	\$10 585,75	0,93%	4,32%
Chemical (Specialty)	811	\$13 146,35	1,16%	3,40%
Coal & Related Energy	232	\$4 030,20	0,35%	2,63%
Computer Services	998	\$9 920,03	0,87%	3,68%
Computers/Peripherals	340	\$5 043,44	0,44%	0,93%
Construction Supplies	746	\$17 046,13	1,50%	3,22%
Diversified	336	\$24 136,18	2,12%	2,07%
Drugs (Biotechnology)	975	\$24 206,97	2,13%	10,72%
Drugs (Pharmaceutical)	1175	\$85 707,69	7,54%	9,65%
Education	189	\$1 055,02	0,09%	3,53%
Electrical Equipment	907	\$14 907,16	1,31%	4,62%
Electronics (Consumer & Office)	150	\$1 272,33	0,11%	1,35%
Electronics (General)	1318	\$13 901,27	1,22%	2,86%
Engineering/Construction	1183	\$17 265,72	1,52%	3,37%
Entertainment	634	\$14 008,40	1,23%	6,30%
Environmental & Waste Services	321	\$3 954,06	0,35%	5,94%
Farming/Agriculture	407	\$8 838,31	0,78%	5,46%
Financial Svcs. (Non-bank)	1048	\$13 199,97	1,16%	1,81%
Food Processing	1234	\$43 351,40	3,81%	7,46%
Food Wholesalers	156	\$3 096,72	0,27%	9,16%
Furn/Home Furnishings	317	\$3 554,57	0,31%	3,30%
Green & Renewable Energy	189	\$2 282,61	0,20%	2,79%
Healthcare Products	707	\$31 073,78	2,73%	10,18%
Healthcare Support Services	362	\$27 232,97	2,40%	9,54%
Healthcare IT	357	\$13 291,26	1,17%	13,26%
Homebuilding	164	\$3 487,67	0,31%	2,97%
Hospitals/Healthcare Facilities	203	\$4 506,10	0,40%	7,97%
Hotel/Gaming	646	\$17 460,71	1,54%	6,34%
Household Products	544	\$12 265,42	1,08%	5,48%
Information Services	214	\$9 580,07	0,84%	7,87%
Insurance (General)	216	\$12 795,20	1,13%	2,29%
Insurance (Life)	130	\$2 002,94	0,18%	0,22%
Insurance (Prop/Cas.)	220	\$2 887,23	0,25%	0,71%
Investments & Asset Management	1018	\$19 020,32	1,67%	4,67%
Machinery	1314	\$19 126,64	1,68%	4,48%

Odvetvie	Počet spoločností	Objem akvizícií (mil. USD)	Podiel na celkových akvizíciách	AKV / ZI
Metals & Mining	1549	\$3 917,28	0,34%	0,65%
Office Equipment & Services	156	\$2 009,97	0,18%	9,01%
Oil/Gas (Integrated)	49	\$18 979,30	1,67%	1,11%
Oil/Gas (Production and Exploration)	852	\$13 390,97	1,18%	2,30%
Oil/Gas Distribution	143	\$1 706,06	0,15%	0,88%
Oilfield Svcs/Equip.	517	\$12 386,67	1,09%	2,62%
Packaging & Container	402	\$8 403,39	0,74%	8,45%
Paper/Forest Products	292	\$3 275,20	0,29%	2,37%
Power	529	\$26 569,86	2,34%	2,11%
Precious Metals	871	\$1 820,50	0,16%	0,97%
Publishing & Newspapers	353	\$7 695,82	0,68%	7,89%
R.E.I.T.	727	\$42 862,46	3,77%	4,36%
Real Estate (Development)	811	\$42 303,42	3,72%	6,91%
Real Estate (General/Diversified)	399	\$4 849,62	0,43%	0,88%
Real Estate (Operations & Services)	645	\$41 612,87	3,66%	10,05%
Recreation	325	\$4 932,73	0,43%	5,70%
Reinsurance	36	\$240,01	0,02%	0,17%
Restaurant/Dining	373	\$7 514,99	0,66%	12,01%
Retail (Automotive)	173	\$4 621,30	0,41%	7,66%
Retail (Building Supply)	90	\$553,33	0,05%	1,10%
Retail (Distributors)	983	\$19 709,48	1,73%	5,05%
Retail (General)	215	\$17 375,99	1,53%	5,16%
Retail (Grocery and Food)	165	\$8 906,10	0,78%	4,79%
Retail (Online)	291	\$5 808,17	0,51%	3,75%
Retail (Special Lines)	466	\$9 868,97	0,87%	4,40%
Rubber& Tires	93	\$3 035,62	0,27%	3,80%
Semiconductor	530	\$22 846,30	2,01%	5,20%
Semiconductor Equip	284	\$1 501,50	0,13%	1,66%
Shipbuilding & Marine	341	\$13 660,25	1,20%	5,78%
Shoe	82	\$26,75	0,00%	0,07%
Software (Entertainment)	262	-\$75,01	-0,01%	-0,02%
Software (Internet)	131	\$3 090,28	0,27%	26,83%
Software (System & Application)	1272	\$28 448,10	2,50%	8,64%
Steel	701	\$2 370,67	0,21%	0,34%
Telecom (Wireless)	107	\$1 191,54	0,10%	0,21%
Telecom. Equipment	493	\$10 409,26	0,92%	5,45%
Telecom. Services	317	\$59 260,50	5,21%	8,79%
Tobacco	52	\$26 472,27	2,33%	44,89%
Transportation	261	\$545,21	0,05%	0,29%
Transportation (Railroads)	51	\$191,74	0,02%	0,08%
Trucking	205	\$3 030,46	0,27%	3,81%
Utility (General)	54	\$4 968,87	0,44%	1,84%
Utility (Water)	102	\$1 148,17	0,10%	1,86%
CELKOM	43848	\$1 136 899,94	100,00%	3,05%

Zdroj: J&T Banka, a.s.

Tabuľka 1 popisuje rozdelenie celej vzorky podľa jednotlivých odvetví ekonomiky, ako ich klasifikovala spoločnosť Bloomberg. Z dôvodu lepšej výpovednej hodnoty boli odvetvia ponechané v pôvodnom jazyku tak, aby pri preklade sektora do slovenčiny nedošlo k strate informácií o rozdieloch medzi nimi. V Tabuľke je uvedený názov

odvetvia, objem realizovaných akvizícií v mil. USD, podiel odvetvia na celkových akvizíciách v sledovanej vzorke, a podiel realizovaných akvizícií na základnom imaní firiem v danom odvetví, ktorý by mal do porovnania intenzity akvizičnej činnosti čiastočne zahrnúť i veľkosť firiem, nielen samotný objem akvizícií. V Tabuľke 1 je vidieť, že z globálneho pohľadu možno za najviac aktívne sektory v roku 2018 z hľadiska akvizícií považovať farmaceutický sektor, telekomunikačné služby, námornú dopravu, respektíve nehnuteľnosti. V pomere k veľkosti jednotlivých spoločností podľa ich základného imania bol v roku 2018 najaktívnejší tabakový priemysel, reštauračné služby či IT v zdravotníctve.

Pre lepšiu použiteľnosť výsledkov v praxi slovenskej ekonomiky boli zo sledovanej vzorky extrahované aj európske spoločnosti s celkovým počtom 6 519 firiem a objemom akvizícií vo výške ekvivalentu 341 mld. USD. Ich výsledky boli následne porovnávané s globálnymi výsledkami, ako aj s výsledkami severoamerických spoločností s celkovým počtom 7 209 firiem a 489,1 mld. USD objemom realizovaných akvizícií. Táto separácia bola vykonaná s úmyslom porovnať rozdiely medzi európskymi a ostatnými firmami a zachytiť potenciálne špecifiká európskych spoločností v oblasti akvizícií a ich dopadu na výkonnosť podniku.

4 Výsledky práce

Táto kapitola sa sústreďuje na prezentáciu výsledkov dosiahnutých využitím metódy najmenších štvorcov na sledovanej množine údajov.

4.1 Aktuálne údaje

V prvej sekcii kapitoly sa venujeme výsledkom modelov, ako aj deskriptívnym štatistikám jednotlivých závislých i nezávislých premenných za rok 2018.

4.1.1 Európske podniky

Tabuľky 2 až 4 približujú deskriptívne štatistiky premenných u jednotlivých premenných všetkých sledovaných vzoriek za rok 2018. Premenná *AK* označuje objem vykonaných akvizičných aktivít v mil. USD, *ZI* veľkosť základného imania v mil. USD a *VV* objem prostriedkov investovaných do vývoja a výskumu v roku 2018.

Tabuľka 2 Deskriptívne štatistiky vzorky európskych podnikov za rok 2018

	Zisková marža	ROE	AK / ZI	VV / ZI
Stredná hodnota	0,0908	0,1207	0,0654	0,0002
Medián	0,0624	0,1232	0,0353	0,0000
Minimum	-0,1791	-0,1875	-0,0344	-0,0706
Maximum	0,7361	0,5419	1,3261	0,0351
Variačný koeficient	1,5232	0,7833	2,0818	40,4630
5% percentil	-0,0708	-0,0727	0,0001	-0,0075
95 percentil	0,2931	0,2914	0,2097	0,0011

Tabuľka 3 Deskriptívne štatistiky vzorky amerických podnikov za rok 2018

	Zisková marža	ROE	AK / ZI	VV / ZI
Stredná hodnota	0,1075	0,1868	0,1267	0,0040
Medián	0,0784	0,1603	0,0464	0,0001
Minimum	-0,0690	-0,3449	-0,0046	-0,0167
Maximum	0,5293	0,6694	1,9630	0,0622
Variačný koeficient	0,9200	0,9130	1,9758	2,5413
5% percentil	-0,0115	-0,0175	0,0000	-0,0006
95 percentil	0,2633	0,4257	0,3342	0,0171

Tabuľka 4 Deskriptívne štatistiky celkovej vzorky podnikov za rok 2018

	Zisková marža	ROE	AK / ZI	VV / ZI
Stredná hodnota	0,0934	0,1314	0,0511	0,0017
Medián	0,0652	0,1238	0,0377	0,0001
Minimum	-0,1791	-0,3449	-0,0046	-0,0167
Maximum	0,7361	0,6694	1,9630	0,0622
Variačný koeficient	0,8987	0,4922	1,1674	3,2168
5% percentil	-0,0173	0,0357	0,0010	-0,0024
95 percentil	0,3065	0,2598	0,2360	0,0161

Aby sme dosiahli vytýčený cieľ dizertačnej práce, zamerali sme sa na možnosti akvizícií a ich potenciál v oblasti zvyšovania výkonnosti podniku. Preto sme vykonali analýzu vzorky, ktorá predstavovala 6 519 európskych spoločností a obsahovala údaje o ich objeme akvizícií, prostriedkoch investovaných do vývoja a výskumu, účtovnej hodnote základného imania, čistej ziskovej marži a návratnosti vlastného imania za rok 2018. Modely boli stanovené nasledovne:

$$\text{Čistá zisková marža} = \alpha + \beta_1 * AK / ZI + \beta_2 * VV / ZI,$$

$$\text{Návratnosť vlastného imania} = \alpha + \beta_1 * AK / ZI + \beta_2 * VV / ZI,$$

kde α , β_1 , β_2 predstavujú koeficienty regresie odhadované metódou najmenších štvorcov, a AK opäť označuje objem vykonaných akvizičných aktivít v mil. USD, ZI veľkosť základného imania v mil. USD a VV objem prostriedkov investovaných do vývoja a výskumu v roku 2018. Tabuľka 5 popisuje odhady koeficientov metódou najmenších štvorcov, ako aj celkové výsledky modelu na vzorke európskych firiem za rok 2018.

Ako je možné pozorovať v Tabuľke 5, premenná Objem vykonaných akvizícií k základnému imaniu má pozitívny koeficient a vysokú mieru signifikancie (p-hodnota je veľmi nízka), čo znamená, že vylúčenie tejto premennej by s veľkou pravdepodobnosťou znamenalo zhoršenie výpovednej schopnosti modelu. Kladné znamienko indikuje, že s rastom objemu akvizícií v pomere k základnému imaniu sa zvyšuje i závislá premenná, teda čistá zisková marža podniku. Rovnaké znamienko je aj pri premennej Podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu, avšak tento regresor sa ako príliš štatisticky významný neukázal (ani na 10 % hladine významnosti).

Tabuľka 5 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke európskych firiem pri analýze čistej ziskovej marže

Model 1: OLS, using observations 1-6519					
Dependent variable: NetMarginEU					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0,0497426	0,0127624	3,898	0,0002	***
AK / ZI	0,621273	0,0853397	7,280	<0,0001	***
VV / ZI	1,87734	1,33381	1,408	0,1627	
Mean dependent var	0,090785	S.D. dependent var		0,138280	
Sum squared resid	1,122322	S.E. of regression		0,111055	
R-squared	0,368874	Adjusted R-squared		0,355003	
Log-likelihood	74,73083	Akaike criterion		-143,4617	
Schwarz criterion	-135,8318	Hannan-Quinn		-140,3797	

Celková kvalita modelu v podobe informačných kritérií, respektíve determinačného koeficientu (R-squared) a upraveného determinačného koeficientu (Adjusted R-squared), ktorý penalizuje model za aplikáciu prebytočných premenných, je pomerne nízka, keďže sme však použili iba dve premenné, hodnota 36,89 % je na ekonomické údaje relatívne uspokojivá. Je prirodzené, že na čistú ziskovú maržu okrem objemu akvizícií a objemu prostriedkov investovaných do výskumu a vývoja vplýva množstvo ďalších faktorov, ale podľa dosiahnutých výsledkov je možné na pozorovanej vzorke 6 519 európskych podnikov v roku 2018 povedať, že objem akvizícií k základnému imaniu sa preukázal ako veľmi významná premenná a s rastom akvizičnej činnosti významne rastie aj čistá zisková marža európskych firiem.

Keďže sme chceli overiť aj podmienky korektnej aplikácie modelu najmenších štvorcov, bolo testom Doornik-Hansen otestované normálne rozdelenie rezíduí, kde však bolo možné zamietnuť nulovú hypotézu normálneho rozdelenia s testovacou štatistikou χ^2 kvadrát = 32,915 a p-hodnotou testu = 0,00000. Rovnako nebolo možné aplikáciou Breusch-Pagan testu na 1 % ani 5 % hladine významnosti zamietnuť nulovú hypotézu konštantného rozptylu (testovacia štatistika χ^2 kvadrát = 5,4866 a p-hodnota testu = 0,0644). Testovaná bola i lineárna špecifikácia modelu, ktorú nebolo možné zamietnuť na 1 % hladine významnosti (testovacia štatistika F = 3,329 a p-hodnota testu = 0,0403).

Kvôli zamietnutiu nulovej hypotézy normálneho rozdelenia rezíduí modelu bola vykonaná logaritmická transformácia údajov, ktorá však zistený nedostatok nepomohla odstrániť a z uvedeného dôvodu budeme v pokračujúcom výskume hľadať vhodnejší a robustnejší model, ktorý by od daného predpokladu nezávisel. Veľmi pravdepodobne existuje aj vhodnejšia metóda na naše údaje, nič to však nemení na skutočnosti, že objem realizovaných akvizícií v pomere k základnému imaniu sa na vzorke európskych podnikov preukázal ako významná premenná s kladným dopadom na čisté ziskové marže spoločností.

Druhou závislou premennou, ktorú sme sledovali v súvislosti s objemom akvizícií, bola návratnosť vlastného kapitálu firiem. Ako je možné zhodnotiť na základe Tabuľky 6, premenná Objem vykonaných akvizícií k základnému imaniu má negatívny koeficient a nízku mieru významnosti (p-hodnota je vysoká), čo znamená, že vylúčenie tejto premennej by s veľkou pravdepodobnosťou neznamenal zhoršenie výpočtovnej schopnosti modelu.

Záporné znamienko indikuje, že s rastom objemu akvizícií v pomere k základnému imaniu sa znižuje závislá premenná, teda návratnosť vlastného kapitálu podniku. Rovnaké znamienko je aj pri premennej Podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu a platí, že ani tento regresor sa ako príliš štatisticky významný neukázal.

Tabuľka 6 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke európskych firiem pri analýze návratnosti vlastného kapitálu

Model 2: OLS, using observations 1-6519					
Dependent variable: ROEEU					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0,123842	0,0109618	11,30	<0,0001	***
AK / ZI	-0,0468280	0,0732995	-0,6389	0,5245	
VV / ZI	-0,187457	1,14563	-0,1636	0,8704	
Mean dependent var	0,120738	S.D. dependent var		0,094570	
Sum squared resid	0,827974	S.E. of regression		0,095387	
R-squared	0,004532	Adjusted R-squared		-0,017346	
Log-likelihood	89,02699	Akaike criterion		-172,0540	
Schwarz criterion	-164,4241	Hannan-Quinn		-168,9721	

Výsledná výpovedná hodnota modelu v podobe informačných kritérií, respektíve determinačného koeficientu a upraveného determinačného koeficientu je veľmi nízka. Možno teda tvrdiť, že na pozorovanej vzorke európskych podnikov objem akvizícií v pomere k základnému imaniu, ani podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu významne nedeterminujú návratnosť vlastného kapitálu podniku.

Aj v tomto prípade bolo otestované normálne rozdelenie rezíduí, a rovnako bolo možné zamietnuť nulovú hypotézu normálneho rozdelenia s testovacou štatistikou χ^2 kvadrát = 30,9406 a p-hodnotou testu = 0,00000. Testovaná bola i lineárna špecifikácia modelu, ktorú bolo možné zamietnuť na 1% hladine významnosti (testovacia štatistika F = 7,1583 a p-hodnota testu = 0,00131). Naopak nebolo možné zamietnuť nulovú hypotézu konštantného rozptylu (testovacia štatistika χ^2 kvadrát = 0,261611 a p-hodnota testu = 0,87739).

Celkovo sa dá na základe dosiahnutých výsledkov povedať, že na našej vzorke európskych firiem možno pozorovať významný kladný vzťah medzi akvizičnou aktivitou a čistou ziskovou maržou firiem, preukázať dopad objemu akvizícií na návratnosť vlastného kapitálu sa nám nepodarilo.

4.1.2 Americké podniky

Na porovnanie dopadu akvizičnej aktivity na výkonnosť európskych podnikov sme vykonali aj analýzu vzorky spoločností v USA, ktorá pozostávala z 7 209 spoločností. Tabuľka 7 popisuje odhady koeficientov metódou najmenších štvorcov, ako aj celkové výsledky modelu na vzorke amerických firiem za rok 2018. Ako je možné pozorovať, premenná Objem vykonaných akvizícií k základnému imaniu má pozitívny koeficient avšak nízku mieru signifikancie (p-hodnota je pomerne vysoká), čo znamená, že vylúčenie tejto premennej by s veľkou pravdepodobnosťou neznamenal zhoršenie výpovednej schopnosti modelu.

Kladné znamienko indikuje, že s rastom objemu akvizícií v pomere k základnému imaniu sa zvyšuje i závislá premenná, teda čistá zisková marža podniku.

Opačné znamienko je pri premennej Podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu, a ani táto premenná sa pri amerických podnikoch ako príliš štatisticky významná neukázala.

Tabuľka 7 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke amerických firiem pri analýze čistej ziskovej marže

Model 3: OLS, using observations 1-7209					
Dependent variable: NetMarginUS					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0,101872	0,0108258	9,410	<0,0001	***
AK / ZI	0,0330513	0,0413378	-0,7995	0,4261	
VV / ZI	-0,183487	1,23879	-0,1481	0,8826	
Mean dependent var	0,097459	S.D. dependent var		0,089660	
Sum squared resid	0,741651	S.E. of regression		0,090277	
R-squared	0,17985	Adjusted R-squared		0,13818	
Log-likelihood	94,20180	Akaike criterion		-182,4036	
Schwarz criterion	-174,7737	Hannan-Quinn		-179,3217	

Celková kvalita modelu v podobe informačných kritérií, respektíve determinačného koeficientu a upraveného determinačného koeficientu je pomerne nízka, a aj na to, že sme použili iba dve premenné je hodnota 18 % na ekonomické údaje neuspokojivá. Na rozdiel od vzorky európskych podnikov, možno pre americké podniky v roku 2018 povedať, že objem akvizícií k základnému imaniu sa nepreukázal ako signifikantná premenná, i keď indikuje, že aj v tomto prípade s rastom akvizičnej činnosti rastie aj čistá zisková marža amerických firiem.

Opätovne sme chceli overiť podmienky správneho použitia metódy najmenších štvorcov, keď okrem iného bolo otestované normálne rozdelenie rezíduí, kde však bolo možné zamietnuť nulovú hypotézu normálneho rozdelenia s testovacou štatistikou Chí kvadrát = 44,63 a p-hodnotou testu = 0,00000. Testovaná bola i lineárna špecifikácia modelu, ktorú nebolo možné zamietnuť na prijateľnej hladine významnosti (testovacia štatistika F = 1,435 a p-hodnota testu = 0,244). Rovnako nebolo možné zamietnuť nulovú hypotézu konštantného rozptylu (testovacia štatistika Chí kvadrát = 2,115 a p-hodnota testu = 0,347).

Druhou závislou premennou, ktorú sme sledovali v súvislosti s objemom amerických akvizícií, bola návratnosť vlastného kapitálu firiem. Ako je možné zhodnotiť na základe Tabuľky 8 premenná Objem vykonaných akvizícií k základnému imaniu má na rozdiel od výsledkov európskych podnikov kladný koeficient a nezanedbateľnú mieru

signifikancie (p-hodnota je nízka), čo znamená, že vylúčenie tejto premennej by s veľkou pravdepodobnosťou znamenalo zhoršenie výpovednej schopnosti modelu.

Kladné znamienko naznačuje, že s rastom objemu akvizícií v pomere k základnému imaniu sa zvyšuje závislá premenná, teda návratnosť vlastného kapitálu amerických podnikov. Opačné znamienko je však pri premennej Podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu a naopak platí, že táto premenná sa ako príliš štatisticky významná neukázala.

Tabuľka 8 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke amerických firiem pri analýze návratnosti vlastného kapitálu za rok 2018

Model 4: OLS, using observations 1-7209					
Dependent variable: ROEUS					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0,168170	0,0189588	8,870	<0,0001	***
AK / ZI	0,157464	0,0723934	2,175	0,0322	**
VV / ZI	-3,22642	2,16945	-1,487	0,1404	
Mean dependent var	0,176780	S.D. dependent var		0,161405	
Sum squared resid	2,274584	S.E. of regression		0,158099	
R-squared	0,261172	Adjusted R-squared		0,240539	
Log-likelihood	41,53017	Akaike criterion		-77,06035	
Schwarz criterion	-69,43047	Hannan-Quinn		-73,97843	

Výsledná výpovedná hodnota modelu v podobe informačných kritérií, respektíve determináčného koeficientu a upraveného determináčného koeficientu je vyššia ako v prípade európskych podnikov, i keď hodnota 26,1 % nepredstavuje výrazný výsledok. Možno teda tvrdiť, že na pozorovanej vzorke amerických podnikov objem akvizícií v pomere k základnému imaniu významnejšie determinuje návratnosť vlastného kapitálu podniku, avšak podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu na návratnosť vlastného kapitálu výrazný vplyv nemá.

Aj v tomto prípade bolo otestované normálne rozdelenie rezíduí, a rovnako bolo možné zamietnuť nulovú hypotézu normálneho rozdelenia s testovacou štatistikou Chí kvadrát = 47,222 a p-hodnotou testu = 0,00000. Testovaná bola i lineárna špecifikácia modelu, ktorú bolo možné zamietnuť na 1 % hladine významnosti (testovacia štatistika F = 6,969 a p-hodnota testu = 0,00154). Rovnako bolo možné zamietnuť nulovú hypotézu

konštantného rozptylu (testovacia štatistika χ^2 kvadrát = 24,865 a p-hodnota testu = 0,00000).

Celkovo sa dá na základe dosiahnutých výsledkov povedať, že na našej vzorke amerických podnikov možno pozorovať významný kladný vzťah medzi akvizičnou aktivitou a návratnosťou vlastného kapitálu podniku, preukázať dopad objemu akvizícií čistú ziskovú maržu sa nám na rozdiel od európskych podnikov nepodarilo.

4.1.3 Celková vzorka

Sumárny obraz o vplyve akvizičnej intenzity na výkonnosť firiem v podobe čistej ziskovej marže a návratnosti vlastného imania by mal poskytnúť model otestovaný na globálnej vzorke podnikov. Tá pozostávala z 43 848 spoločností. Tabuľka 9 popisuje odhady koeficientov metódou najmenších štvorcov, ako aj celkové výsledky modelu na vzorke svetových firiem za rok 2018.

Ako je možné pozorovať, premenná *Objem vykonaných akvizícií* k základnému imaniu má na celkovej vzorke svetových podnikov pozitívny koeficient a nezanedbateľnú mieru signifikancie (p-hodnota blízka 10 %). Kladné znamienko naznačuje, že s rastom objemu akvizícií v pomere k základnému imaniu sa zvyšuje i závislá premenná, teda čistá zisková marža podniku. Opačné znamienko je pri premennej *Podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu*, a táto premenná sa na globálnej vzorke ako príliš štatisticky významná neukázala.

Celková kvalita modelu v podobe informačných kritérií, respektíve determinačného koeficientu a upraveného determinačného koeficientu je pomerne nízka a dosahuje 17 %, respektíve 15 %.

Globálna vzorka tak naznačuje podobné výsledky ako model na európskych firmách a teda vo všeobecnosti platí, že s rastom akvizičnej činnosti rastie aj čistá zisková marža firiem.

Tabuľka 9 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na globálnej vzorke firiem pri analýze čistej ziskovej marže

Model 5: OLS, using observations 1-43848					
Dependent variable: NetMarginGLOB					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0,0767843	0,0274199	2,800	0,0051	***
AK / ZI	0,372554	0,648298	0,5747	0,0565	*
VV / ZI	-1,41632	2,23889	-0,6326	0,5270	
Mean dependent var	0,093403	S.D. dependent var		0,083943	
Sum squared resid	0,608561	S.E. of regression		0,081777	
R-squared	0,171347	Adjusted R-squared		0,150937	
Log-likelihood	103,4975	Akaike criterion		-200,9951	
Schwarz criterion	-193,3652	Hannan-Quinn		-197,9132	

Po overení podmienok modelu najmenších štvorcov bolo možné zamietnuť nulovú hypotézu normálneho rozdelenia s testovacou štatistikou Chí kvadrát = 90,94 a p-hodnotou testu = 0,00000. Testovaná bola i lineárna špecifikácia modelu, ktorú bolo možné zamietnuť (testovacia štatistika F = 12,887 a p-hodnota testu = 0,00001). Rovnako bolo možné zamietnuť nulovú hypotézu konštantného rozptylu (testovacia štatistika Chí kvadrát = 20,721 a p-hodnota testu = 0,00003).

Druhou závislou premennou, ktorú sme sledovali v súvislosti s analýzou výkonnosti globálnych akvizícií, bola návratnosť vlastného kapitálu firiem. Ako je možné zhodnotiť na základe Tabuľky 10, premenná Objem vykonaných akvizícií k základnému imaniu má pri globálnej vzorke kladný koeficient a dobrú mieru signifikancie (p-hodnota je nižšia ako 5 %), čo znamená, že vylúčenie tejto premennej by s veľkou pravdepodobnosťou znamenalo zhoršenie výpovednej schopnosti modelu.

Kladné znamienko naznačuje, že s rastom objemu akvizícií v pomere k základnému imaniu sa zvyšuje závislá premenná, teda návratnosť vlastného kapitálu amerických podnikov. Opačné znamienko je však pri premennej Podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu a naopak platí, že táto premenná sa ako príliš štatisticky významná neukázala.

Tabuľka 10 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke globálnych firiem pri analýze návratnosti vlastného kapitálu za rok 2018

Model 6: OLS, using observations 1-43848					
Dependent variable: ROEGLOB					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0,138900	0,00890078	15,61	<0,0001	***
AK / ZI	0,122455	0,113838	-1,076	0,02849	**
VV / ZI	-0,716254	1,22821	-0,5832	0,5612	
Mean dependent var	0,131404	S.D. dependent var		0,064680	
Sum squared resid	0,381799	S.E. of regression		0,064773	
R-squared	0,318663	Adjusted R-squared		0,290540	
Log-likelihood	125,4091	Akaike criterion		-244,8182	
Schwarz criterion	-237,1884	Hannan-Quinn		-241,7363	

Výsledná výpovedná hodnota modelu v podobe informačných kritérií, respektíve determináčného koeficientu a upraveného determináčného koeficientu je zo všetkých porovnaných vzoriek podnikov najvyššia, i keď hodnota 31,9 % stále nepredstavuje výrazný výsledok.

Možno teda tvrdiť, že na pozorovanej vzorke svetových podnikov objem akvizícií v pomere k základnému imaniu významnejšie determinuje návratnosť vlastného kapitálu podniku, avšak podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu na návratnosť vlastného kapitálu má skôr slabý a negatívny vplyv.

Aj v tomto prípade bolo otestované normálne rozdelenie rezíduí, a rovnako bolo možné zamietnuť nulovú hypotézu normálneho rozdelenia s testovacou štatistikou Chí kvadrát = 31,42 a p-hodnotou testu = 0,00000.

Testovaná bola i lineárna špecifikácia modelu, ktorú bolo možné zamietnuť na 5 % hladine významnosti (testovacia štatistika F = 3,761 a p-hodnota testu = 0,027).

Nebolo však možné zamietnuť nulovú hypotézu konštantného rozptylu (testovacia štatistika Chí kvadrát = 1,997 a p-hodnota testu = 0,3684).

Celkovo sa dá na základe dosiahnutých výsledkov povedať, že na našej vzorke svetových podnikov možno pozorovať významný kladný vzťah medzi akvizičnou aktivitou a návratnosť vlastného kapitálu podniku, ale preukázať dopad objemu akvizícií čistú ziskovú maržu sa nám na celkovej vzorke podnikov nepodarilo.

4.2 Údaje za rok 2017

4.2.1 Európske podniky

Keďže sme chceli overiť vývoj výpovednej schopnosti našej vzorky vo viacerých obdobiach, uskutočnili sme výpočet modelov aj pre rok 2017 a 2012. Rok 2017 predstavuje priame medziročné porovnanie, zatiaľ čo rok 2012 sa dá považovať za relatívne vzdialené obdobie, počas ktorého sa správanie podnikov a významnosť akvizičnej aktivity na výkonnosť podnikov mohla meniť.

Európska vzorka za rok 2017 pozostávala z 6 612 spoločností a údajoch o ich objeme akvizícií, prostriedkoch investovaných do vývoja a výskumu, účtovnej hodnote základného imania, čistej ziskovej marže a návratnosti vlastného imania za rok 2018.

Tabuľka 11 popisuje odhady koeficientov metódou najmenších štvorcov, ako aj celkové výsledky modelu na vzorke európskych firiem za rok 2017.

Tabuľka 11 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke európskych firiem pri analýze čistej ziskovej marže za rok 2017

Model 7: OLS, using observations 1-6612					
Dependent variable: NetMarginEU					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0,0852440	0,0180258	4,729	<0,0001	***
AK / ZI	-0,0551181	0,216689	-0,2544	0,0798	*
VV / ZI	-0,735208	1,59630	-0,4606	0,6462	
Mean dependent var	0,080035	S.D. dependent var		0,136834	
Sum squared resid	1,735546	S.E. of regression		0,138101	
R-squared	0,303302	Adjusted R-squared		0,288604	
Log-likelihood	54,24249	Akaike criterion		-102,4850	
Schwarz criterion	-94,85510	Hannan-Quinn		-99,40307	

Ako je možné vidieť, premenná *Objem vykonaných akvizícií k základnému imaniu* má záporný koeficient a nezanedbateľnú mieru signifikancie (p-hodnota je menšia ako 10 %), čo znamená, že vylúčenie tejto premennej by s veľkou pravdepodobnosťou znamenalo zhoršenie výpovednej schopnosti modelu. Záporné znamienko hovorí, že s rastom objemu akvizícií v pomere k základnému imaniu sa znižuje i závislá premenná, teda čistá zisková marža podniku. Rovnaké znamienko je aj pri premennej *Podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu*, avšak tento regresor sa ako príliš štatisticky významný neukázal.

Celková kvalita modelu v podobe informačných kritérií, respektíve determinačného koeficientu, je pomerne nízka, avšak hodnota 30,03 % je na ekonomické údaje relatívne uspokojivá. Podľa dosiahnutých výsledkov je možné na pozorovanej vzorke 6 612 európskych podnikov v roku 2017 povedať, že objem akvizícií k základnému imaniu sa preukázal ako signifikantná premenná a s rastom akvizičnej činnosti klesala čistá zisková marža európskych firiem.

Keďže sme rovnako chceli overiť aj podmienky korektnej aplikácie modelu najmenších štvorcov aj pre rok 2017, bolo otestované normálne rozdelenie rezíduí. Nulovú hypotézu normálneho rozdelenia sme zamietli s testovacou štatistikou χ^2 kvadrát = 153,49 a p-hodnotou testu = 0,00000. Testovaná bola i lineárna špecifikácia modelu, ktorú nebolo možné zamietnuť na prijateľnej hladine významnosti (testovacia štatistika F = 0,1236 a p-hodnota testu = 0,884). Rovnako nebolo možné na 1 % hladine významnosti zamietnuť nulovú hypotézu konštantného rozptylu (testovacia štatistika χ^2 kvadrát = 8,476 a p-hodnota testu = 0,0144).

Druhou závislou premennou, ktorú sme sledovali v súvislosti s objemom akvizícií, bola návratnosť vlastného kapitálu firiem.

Ako je možné zhodnotiť na základe Tabuľky 12, premenná *Objem vykonaných akvizícií k základnému imaniu* má pozitívny koeficient a vysokú mieru signifikancie (p-hodnota je menšia ako 5 %), čo znamená, že vylúčenie tejto premennej by s veľkou pravdepodobnosťou vyústilo do zhoršenia výpovednej schopnosti modelu.

Kladné znamienko znamená, že s rastom objemu akvizícií v pomere k základnému imaniu sa zvyšuje závislá premenná, teda návratnosť vlastného kapitálu podniku.

Opačné znamienko je pri premennej *Podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu* a platí, že aj tento regresor sa ukázal ako štatisticky významný.

Tabuľka 12 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke európskych firiem pri analýze návratnosti vlastného kapitálu za rok 2017

Model 8: OLS, using observations 1-6612					
Dependent variable: ROEEU					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0,116662	0,0116562	10,01	<0,0001	***
AK / ZI	0,281482	0,140119	2,009	0,0475	**
VV / ZI	-1,19817	1,03223	-1,161	0,0248	**
Mean dependent var	0,125233	S.D. dependent var		0,090726	
Sum squared resid	0,725705	S.E. of regression		0,089302	
R-squared	0,451980	Adjusted R-squared		0,431145	
Log-likelihood	95,22338	Akaike criterion		-184,4468	
Schwarz criterion	-176,8169	Hannan-Quinn		-181,3649	

Výsledná výpovedná hodnota modelu v podobe informačných kritérií, respektíve determináčného koeficientu a upraveného determináčného koeficientu je zatiaľ spomedzi všetkých modelov najvyššia a dosahuje 45,2 %. Možno teda tvrdiť, že na pozorovanej vzorke európskych podnikov za rok 2017 objem akvizícií v pomere k základnému imaniu významne determinuje návratnosť vlastného kapitálu podniku.

I v tomto prípade bolo otestované normálne rozdelenie rezíduí, a rovnako bolo možné zamietnuť nulovú hypotézu normálneho rozdelenia s testovacou štatistikou Chí kvadrát = 25,802 a p-hodnotou testu = 0,00000. Testovaná bola i lineárna špecifikácia modelu, ktorú nebolo možné zamietnuť na relevantnej hladine významnosti (testovacia štatistika F = 1,643 a p-hodnota testu = 0,19922). Taktiež nebolo možné zamietnuť nulovú hypotézu konštantného rozptylu (testovacia štatistika Chí kvadrát = 1,99579 a p-hodnota testu = 0,36865).

Celkovo sa dá na základe dosiahnutých výsledkov povedať, že na sledovanej vzorke európskych podnikov možno za rok 2017 pozorovať významný kladný negatívny medzi akvizičnou aktivitou a čistou ziskovou maržou firiem, zatiaľ čo dopad objemu akvizícií na návratnosť vlastného kapitálu sa ukázal ako významne pozitívny.

Preukázať významný vplyv objemu výskumnej a vývojovej aktivity v pomere k základnému imaniu na výkonnosť podnikov v podobe čistej ziskovej maržou firiem a návratnosť vlastného kapitálu na sa nám za rok 2017 nepodarilo.

4.2.2 Americké podniky

Na porovnanie dopadu akvizičnej aktivity na výkonnosť európskych podnikov sme opäť vykonali aj analýzu vzorky spoločností v USA, ktorá za rok 2017 pozostávala z 7 247 spoločností. Ako je možné pozorovať v Tabuľke 13, premenná *Objem vykonaných akvizícií k základnému imaniu* má pozitívny koeficient a vysokú mieru signifikancie (p-hodnota je nízka), a teda vylúčenie tejto premennej by s veľkou pravdepodobnosťou znamenalo zhoršenie výpovednej schopnosti modelu.

Kladné znamienko indikuje, že s rastom objemu akvizícií v pomere k základnému imaniu sa zvyšuje i závislá premenná, teda čistá zisková marža podniku. Rovnaké znamienko je pri premennej *Podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu*, a aj táto premenná sa pri amerických podnikoch za rok 2017 ukázala ako štatisticky významná.

Na tejto vzorke tak máme prvýkrát obe nezávislé premenné vyhodnotené ako štatisticky významné.

Tabuľka 13 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke amerických firiem pri analýze čistej ziskovej marže

Model 9: OLS, using observations 1-7247					
Dependent variable: NetMarginUS					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0,0594865	0,00900873	6,603	<0,0001	***
AK / ZI	0,192723	0,0541875	3,557	0,0006	***
VV / ZI	1,65270	0,744702	2,219	0,0290	**
Mean dependent var	0,081481	S.D. dependent var		0,077795	
Sum squared resid	0,466872	S.E. of regression		0,071627	
R-squared	0,470500	Adjusted R-squared		0,452270	
Log-likelihood	115,9545	Akaike criterion		-225,9090	
Schwarz criterion	-218,2792	Hannan-Quinn		-222,8271	

Celková kvalita modelu v podobe informačných kritérií, respektíve determinačného koeficientu a upraveného determinačného koeficientu je už relatívne prijateľná a na to, že sme použili iba dve premenné, je hodnota 47 % na ekonomické údaje uspokojivá. Dá sa tak pre americké podniky v roku 2017 povedať, že ako premenná *Objem akvizícií k základnému imaniu*, tak aj *Podiel financií investovaných do výskumu a vývoja*

k základnému imaniu sa preukázali ako signifikantné premenné a s ich rastom sa zvyšuje čistá zisková marža amerických firiem.

Opätovne sme overovali podmienky korektnej aplikácie modelu najmenších štvorcov, keď okrem iného bolo otestované normálne rozdelenie rezíduí, kde však bolo možné zamietnuť nulovú hypotézu normálneho rozdelenia s testovacou štatistikou Chí kvadrát = 20,481 a p-hodnotou testu = 0,00003.

Testovaná bola i lineárna špecifikácia modelu, ktorú nebolo možné zamietnuť na prijateľnej hladine významnosti (testovacia štatistika $F = 0,6980$ a p-hodnota testu = 0,5002). Rovnako na 1 % hladine významnosti nebolo možné zamietnuť nulovú hypotézu konštantného rozptylu (testovacia štatistika Chí kvadrát = 7,614 a p-hodnota testu = 0,02222).

Druhou závislou premennou, ktorú sme sledovali v súvislosti s objemom amerických akvizícií, bola návratnosť vlastného kapitálu firiem. Ako je možné zhodnotiť na základe Tabuľky 14, premenná *Objem vykonaných akvizícií k základnému imaniu* má obdobne ako v prípade európskych podnikov za rok 2017 kladný koeficient a nezanedbateľnú mieru signifikancie (p-hodnota je nízka). Kladné znamienko naznačuje, že s rastom objemu akvizícií v pomere k základnému imaniu sa zvyšuje závislá premenná, teda návratnosť vlastného kapitálu amerických podnikov.

Opačné znamienko je pri premennej *Podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu* a platí, že táto premenná sa ako príliš štatisticky významná neukázala.

Výsledná výpovedná hodnota modelu v podobe informačných kritérií, respektíve determináčného koeficientu a upraveného determináčného koeficientu je mierne nižšia oproti európskym podnikom, ale hodnota 35,7% nie je zanedbateľná.

Možno teda tvrdiť, že na pozorovanej vzorke amerických podnikov objem akvizícií v pomere k základnému imaniu významnejšie determinuje návratnosť vlastného kapitálu podniku, avšak podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu na návratnosť vlastného kapitálu výrazný vplyv nemá.

Tabuľka 14 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke amerických firiem pri analýze návratnosti vlastného kapitálu za rok 2017

Model 10: OLS, using observations 1-7247					
Dependent variable: ROEUS					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0,112228	0,0112027	10,02	<0,0001	***
AK / ZI	0,157298	0,0673842	2,334	0,0218	**
VV / ZI	-0,323226	0,926064	-0,3490	0,7279	
Mean dependent var	0,125233	S.D. dependent var		0,090726	
Sum squared resid	0,721963	S.E. of regression		0,089071	
R-squared	0,356868	Adjusted R-squared		0,336140	
Log-likelihood	95,46633	Akaike criterion		-184,9327	
Schwarz criterion	-177,3028	Hannan-Quinn		-181,8507	

Aj v tomto prípade bolo otestované normálne rozdelenie rezíduí, ktoré bolo možné zamietnuť nulovú hypotézu normálneho rozdelenia s testovacou štatistikou Chí kvadrát = 13,439 a p-hodnotou testu = 0,0012. Testovaná bola i lineárna špecifikácia modelu, ktorú nebolo možné zamietnuť na prijateľnej hladine významnosti (testovacia štatistika F = 1,3937 a p-hodnota testu = 0,2535). Rovnako nebolo možné zamietnuť nulovú hypotézu konštantného rozptylu (testovacia štatistika Chí kvadrát = 4,1392 a p-hodnota testu = 0,126235).

Celkovo sa dá na základe dosiahnutých výsledkov povedať, že na našej vzorke amerických podnikov možno pozorovať významný kladný dopad akvizičnej a výskumnej a vývojovej aktivity na čistú ziskovú maržu podnikov za rok 2017, ako aj významný pozitívny dopad akvizičnej aktivity na návratnosť vlastného kapitálu amerických podnikov za rok 2017.

4.2.3 Celková vzorka

Celkový obraz o vplyve akvizičnej intenzity na výkonnosť firiem za rok 2017 by mal poskytnúť model otestovaný na globálnej vzorke podnikov. Tá pozostávala z 43 848 spoločností. Tabuľka 15 popisuje odhady koeficientov metódou najmenších štvorcov, ako aj celkové výsledky modelu na vzorke svetových firiem za rok 2017.

Premenná Objem vykonaných akvizícií k základnému imaniu má na celkovej vzorke svetových podnikov negatívny koeficient a nezanedbateľnú mieru signifikancie (p-hodnota blízka 5%), čo znamená, že vylúčenie tejto premennej by s veľkou pravdepodobnosťou znamenalo zhoršenie výpovednej schopnosti modelu. Záporné znamienko hovorí, že s rastom objemu akvizícií v pomere k základnému imaniu sa závislá premenná znižuje, teda čistá zisková marža podniku klesá. Opačné znamienko je pri premennej Podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu, a táto premenná sa na globálnej vzorke ako príliš štatisticky významná neukázala.

Tabuľka 15 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke globálnych firiem pri analýze čistej ziskovej marže za rok 2017

Model 11: OLS, using observations 1-43848					
Dependent variable: NetMarginGLOB					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0,0952129	0,0105826	8,997	<0,0001	***
AK / ZI	-0,343086	0,187209	-1,833	0,0701	*
VV / ZI	2,26369	1,75760	1,288	0,2010	
Mean dependent var	0,085330	S.D. dependent var		0,072997	
Sum squared resid	0,474589	S.E. of regression		0,072217	
R-squared	0,242302	Adjusted R-squared		0,221254	
Log-likelihood	115,1840	Akaike criterion		-224,3681	
Schwarz criterion	-216,7382	Hannan-Quinn		-221,2862	

Celková kvalita modelu v podobe informačných kritérií, respektíve determinačného koeficientu a upraveného determinačného koeficientu je pomerne nízka a dosahuje 24%, respektíve 22%. Globálna vzorka tak naznačuje podobné výsledky ako model na testovaný európskych podnikoch.

Po overení podmienok modelu najmenších štvorcov bolo možné zamietnuť nulovú hypotézu normálneho rozdelenia s testovacou štatistikou Chí kvadrát = 77,76 a p-hodnotou testu = 0,00000. Testovaná bola i lineárna špecifikácia modelu, ktorú nebolo možné zamietnuť (testovacia štatistika F = 0,1298 a p-hodnota testu = 0,8784). Naopak zamietnuť bolo možné nulovú hypotézu konštantného rozptylu (testovacia štatistika Chí kvadrát = 13,01 a p-hodnota testu = 0,00149).

Druhou závislou premennou, ktorú sme sledovali v súvislosti s analýzou výkonnosti globálnych akvizícií, bola návratnosť vlastného kapitálu firiem. Premenná

Objem vykonaných akvizícií k základnému imaniu má pri globálnej vzorke opäť záporný koeficient a dobrú mieru signifikancie (p-hodnota je nižšia ako 5%), čo znamená, že vylúčenie tejto premennej by s veľkou pravdepodobnosťou znamenalo zhoršenie výpovednej schopnosti modelu.

Tabuľka 16 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke globálnych firiem pri analýze návratnosti vlastného kapitálu za rok 2017

Model 12: OLS, using observations 1-43848					
Dependent variable: ROEGLOB					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0,140002	0,0142593	9,818	<0,0001	***
AK / ZI	-0,176012	0,252251	-0,6978	0,0481	**
VV / ZI	0,276259	2,36824	0,1167	0,9074	
Mean dependent var	0,133261	S.D. dependent var		0,096516	
Sum squared resid	0,861650	S.E. of regression		0,097307	
R-squared	0,250390	Adjusted R-squared		0,236469	
Log-likelihood	87,15323	Akaike criterion		-168,3065	
Schwarz criterion	-160,6766	Hannan-Quinn		-165,2245	

Záporné znamienko naznačuje, že s rastom objemu akvizícií v pomere k základnému imaniu sa znižuje závislá premenná, teda návratnosť vlastného kapitálu amerických podnikov. Opačné znamienko je pri premennej Podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu a znova platí, že táto premenná sa ako príliš štatisticky významná neukázala.

Výsledná výpovedná hodnota modelu v podobe informačných kritérií, respektíve determinačného koeficientu a upraveného determinačného koeficientu je obdobná ako pri predchádzajúcej závislej premennej v danom roku a hodnota 25,04% predstavuje nevýrazný výsledok. Možno teda tvrdiť, že na pozorovanej vzorke svetových podnikov objem akvizícií v pomere k základnému imaniu významnejšie determinuje návratnosť vlastného kapitálu podniku, avšak podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu na návratnosť vlastného kapitálu má skôr slabý a negatívny vplyv. Celkový model sa však za veľmi výpovedný považovať nedá.

Aj v tomto prípade bolo otestované normálne rozdelenie rezíduí, a rovnako bolo možné zamietnuť nulovú hypotézu normálneho rozdelenia s testovacou štatistikou Chí

kvadrát = 382,07 a p-hodnotou testu = 0,00000. Testovaná bola i lineárna špecifikácia modelu, ktorú bolo možné zamietnuť na 1% hladine významnosti (testovacia štatistika $F = 85,42$ a p-hodnota testu = 0,00000). Na tejto vzorke bolo však možné zamietnuť aj nulovú hypotézu konštantného rozptylu (testovacia štatistika χ^2 kvadrát = 115,997 a p-hodnota testu = 0,00000).

Celkovo sa dá na základe dosiahnutých výsledkov povedať, že na našej vzorke svetových podnikov možno za rok 2017 pozorovať významný negatívny vzťah medzi akvizičnou aktivitou a návratnosťou vlastného kapitálu firiem, ale model najmenších štvorcov ako taký veľmi signifikantný nie je.

4.3 Údaje za rok 2006

4.3.1 Európske podniky

Aby sme mohli zhodnotiť vývoj dopadu akvizičnej aktivity na výkonnosť podnikov aj z historického pohľadu, v práci sme vykonali aj analýzu vzorky za rok 2006. Toto relatívne pokojné obdobie pred Veľkou hospodárskou krízou bolo podobne ako dnes časom konjunktúry, kedy mali podniky dostatok kapitálu a fúzie a akvizície vo vyspelých ekonomikách prebiehali na denne. Zámerom tohto porovnania je zistiť, či od roku 2006 nedošlo k významnejšej zmene ekonomického nastavenia a posunu vplyvov či významnosti akvizičnej činnosti na výkonnosť podnikov.

Opätovne sme vykonali porovnanie na európskej, americkej i globálnej vzorke podnikov. Európska vzorka podnikov za rok 2006 pozostávala z 5 573 spoločností a dátach o ich objeme akvizícií, prostriedkoch investovaných do vývoja a výskumu, účtovnej hodnote základného imania, čistej ziskovej marži a návratnosti vlastného imania za rok 2006.

Tabuľka 17 popisuje odhady koeficientov metódou najmenších štvorcov, ako aj celkové výsledky modelu na vzorke európskych firiem za rok 2018.

Tabuľka 17 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke európskych firiem pri analýze čistej ziskovej marže za rok 2006

Model 13: OLS, using observations 1-5573					
Dependent variable: NetMarginEU					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0,0469297	0,0107120	4,381	<0,0001	***
AK / ZI	0,00356471	0,108549	0,03284	0,0099	***
VV / ZI	-1,48936	1,13119	-1,317	0,0113	**
Mean dependent var	0,046751	S.D. dependent var		0,094896	
Sum squared resid	0,821829	S.E. of regression		0,095032	
R-squared	0,418695	Adjusted R-squared		0,402872	
Log-likelihood	89,37710	Akaike criterion		-172,7542	
Schwarz criterion	-165,1243	Hannan-Quinn		-169,6723	

Ako je možné pozorovať v Tabuľke 17, premenná *Objem vykonaných akvizícií k základnému imaniu* má pozitívny koeficient a vysokú mieru signifikancie (p-hodnota je menej ako 1 %). S rastom objemu akvizícií v pomere k základnému imaniu sa tak na vzorke za rok 2006 zvyšuje i závislá premenná, teda čistá zisková marža podniku. Opačné znamienko je pri premennej *Podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu*, a navyše platí, že tento regresor sa ukázal ako podobne štatisticky významný (až takmer na 1 % hladine významnosti). S rastom objemu prostriedkov investovaných do výskumu a vývoja v pomere k základnému imaniu sa tak na vzorke európskych podnikov za rok 2006 závislá premenná znižuje, teda čistá zisková marža podniku klesá. Celková kvalita modelu v podobe informačných kritérií, respektíve determináčného koeficientu je pomerne dobrá, hodnota 41,87 % je na použité údaje uspokojivá.

Keďže sme chceli overiť aj podmienky korektnej aplikácie modelu najmenších štvorcov aj v tomto prípade, ako prvé bolo otestované normálne rozdelenie rezíduí. Nulovú hypotézu normálneho rozdelenia bolo možné zamietnuť s testovacou štatistikou χ^2 kvadrát = 121,3 a p-hodnotou testu = 0,00000. Testovaná bola i lineárna špecifikácia modelu, ktorú nebolo možné zamietnuť (testovacia štatistika F = 0,512 a p-hodnota testu = 0,6009). Rovnako nebolo možné na 1 % ani 5 % hladine významnosti zamietnuť nulovú hypotézu konštantného rozptylu (testovacia štatistika χ^2 kvadrát = 5,1795 a p-hodnota testu = 0,07504).

Druhou závislou premennou, ktorú sme sledovali v súvislosti s objemom akvizícií, bola návratnosť vlastného kapitálu firiem. Ako je možné zhodnotiť na základe Tabuľky 18, premenná *Objem vykonaných akvizícií k základnému imaniu* má opäť pozitívny koeficient a vysokú mieru signifikancie (p-hodnota je menej ako 5 %). S rastom objemu akvizícií v pomere k základnému imaniu sa na skúmanej vzorke zvyšuje návratnosť vlastného kapitálu podniku. Opačné znamienko je pri premennej *Podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu* a platí, že aj tento regresor sa ukázal ako štatisticky významný. S rastom objemu prostriedkov investovaných do výskumu a vývoja v pomere k základnému imaniu sa tak na vzorke európskych podnikov za rok 2006 znižuje návratnosť vlastného kapitálu firiem.

Výsledná výpovedná hodnota modelu v podobe informačných kritérií, respektíve determináčného koeficientu a upraveného determináčného koeficientu je nižšia ako v predchádzajúcom prípade, avšak patrí k tým vyšším v porovnaní s predchádzajúcimi modelmi za rok 2017 a 2018. Na pozorovanej vzorke európskych podnikov tak objem akvizícií v pomere k základnému imaniu, ako aj podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu pomerne významne determinujú návratnosť vlastného kapitálu podniku.

Tabuľka 18 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke európskych firiem pri analýze návratnosti vlastného kapitálu

Model 14: OLS, using observations 1-5573					
Dependent variable: ROEEU					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0,0830763	0,0121955	6,812	<0,0001	***
AK / ZI	0,190079	0,123582	1,538	0,0175	**
VV / ZI	-1,51458	1,28785	-1,176	0,0246	**
Mean dependent var	0,090312	S.D. dependent var		0,109171	
Sum squared resid	1,065222	S.E. of regression		0,108193	
R-squared	0,338966	Adjusted R-squared		0,317845	
Log-likelihood	77,18504	Akaike criterion		-148,3701	
Schwarz criterion	-140,7402	Hannan-Quinn		-145,2882	

Aj v tomto prípade bolo otestované normálne rozdelenie rezíduí, a rovnako sme zamietli zamietnuť nulovú hypotézu normálneho rozdelenia s testovacou štatistikou Chí

kvadrát = 18,5547 a p-hodnotou testu = 0,00009. Testovaná bola i lineárna špecifikácia modelu, ktorú nebolo možné zamietnuť na prijateľnej hladine významnosti (testovacia štatistika $F = 0,2417$ a p-hodnota testu = 0,7858). Rovnako nebolo možné zamietnuť nulovú hypotézu konštantného rozptylu (testovacia štatistika χ^2 kvadrát = 0,0086243 a p-hodnota testu = 0,9957).

Celkovo sa dá na základe dosiahnutých výsledkov povedať, že na našej vzorke európskych firiem možno pozorovať významný kladný vzťah medzi akvizičnou aktivitou a výkonnosťou podnikov v podobe čistej ziskovej marže a návratnosti vlastného kapitálu firiem. Naopak v oboch mierach výkonnosti sa potvrdil negatívny dopad zvyšovania podielu financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu ako na čistú ziskovú maržu, tak aj na návratnosť vlastného kapitálu podnikov za rok 2006.

4.3.2 Americké podniky

Na porovnanie významu akvizičnej aktivity európskych podnikov sme opäť vykonali aj analýzu vzorky spoločností v USA, ktorá za rok 2006 pozostávala zo 7 766 spoločností.

Tabuľka 19 popisuje odhady koeficientov metódou najmenších štvorcov, ako aj celkové výsledky modelu na vzorke amerických firiem za rok 2006. Ako je možné pozorovať, premenná *Objem vykonaných akvizícií k základnému imaniu* má na rozdiel od európskych podnikov negatívny koeficient a vysokú mieru signifikancie (p-hodnota je menšia ako 1 %), teda s rastom objemu akvizícií v pomere k základnému imaniu sa na vzorke amerických spoločností v roku 2006 znižuje ich čistá zisková marža.

Rovnako záporné znamienko je aj pri premennej *Podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu*, a aj táto premenná sa pri amerických podnikoch ukázala ako štatisticky významná, avšak s mierne nižšou mierou signifikancie (p-hodnota je menšia ako 5 %).

Tabuľka 19 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke amerických firiem pri analýze čistej ziskovej marže za rok 2006

Model 15: OLS, using observations 1-7766					
Dependent variable: NetMarginUS					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0,120413	0,0261557	4,604	<0,0001	***
AK / ZI	-0,354566	0,234388	-1,513	0,0018	***
VV / ZI	-1,74202	2,58954	-0,6727	0,0458	**
Mean dependent var	0,093245	S.D. dependent var		0,191601	
Sum squared resid	3,321109	S.E. of regression		0,191038	
R-squared	0,427240	Adjusted R-squared		0,405860	
Log-likelihood	23,74060	Akaike criterion		-41,48120	
Schwarz criterion	-33,85131	Hannan-Quinn		-38,39928	

Celková kvalita modelu v podobe informačných kritérií, respektíve determinačného koeficientu a upraveného determinačného koeficientu patrí k tým najvyšším, ktoré sme v práci dosiahli. Môžeme preto na skúmanej vzorke amerických podnikov v roku 2006 tvrdiť, že aj zvýšený objem akvizícií k základnému imaniu a zvýšený objem financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu znižovali čistú ziskovú maržu firiem. Opätovne sme chceli overiť podmienky korektnej aplikácie modelu najmenších štvorcov, keď okrem iného bolo otestované normálne rozdelenie rezíduí, kde sme zamietli nulovú hypotézu normálneho rozdelenia s testovacou štatistikou Chí kvadrát = 880,152 a p-hodnotou testu = 0,00000. Testovaná bola i lineárna špecifikácia modelu, ktorú nebolo možné zamietnuť na prijateľnej hladine významnosti (testovacia štatistika F = 4,9436 a p-hodnota testu = 0,0920714). Bolo však možné zamietnuť nulovú hypotézu konštantného rozptylu (testovacia štatistika Chí kvadrát = 37,164 a p-hodnota testu = 0,00000).

Druhou závislou premennou, ktorú sme sledovali v súvislosti s objemom amerických akvizícií, bola návratnosť vlastného kapitálu firiem. Ako je možné zhodnotiť na základe Tabuľky 20, premenná *Objem vykonaných akvizícií k základnému imaniu* má rovnako ako v prípade predchádzajúcej miery výkonnosti záporný koeficient, i keď mierne nižšiu mieru signifikancie (p-hodnota vyššia ako 5 %). S rastom objemu akvizícií v pomere k základnému imaniu sa opätovne znižuje návratnosť vlastného kapitálu amerických

podnikov. Záporné znamienko a podobná miera významnosti je aj pri premennej *Podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu*.

Tabuľka 20 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke amerických firiem pri analýze návratnosti vlastného kapitálu za rok 2006

Model 16: OLS, using observations 1-7766					
Dependent variable: ROEUS					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0,183007	0,0330521	5,537	<0,0001	***
AK / ZI	-0,196010	0,296188	-0,6618	0,0508	*
VV / ZI	-1,24460	3,27232	-0,3803	0,0746	*
Mean dependent var	0,167135	S.D. dependent var		0,239498	
Sum squared resid	5,303327	S.E. of regression		0,241409	
R-squared	0,250832	Adjusted R-squared		0,239018	
Log-likelihood	1,742917	Akaike criterion		2,514166	
Schwarz criterion	10,14405	Hannan-Quinn		5,596081	

Výsledná výpovedná hodnota modelu v podobe determinačného koeficientu a upraveného determinačného koeficientu je výrazne nižšia ako v prípade analýzy čistej ziskovej marže amerických podnikov za rok 2006 a dosahuje viac než 25 %. Aj v tomto prípade bolo otestované normálne rozdelenie rezíduí, a rovnako bolo možné zamietnuť nulovú hypotézu normálneho rozdelenia s testovacou štatistikou Chí kvadrát = 908,014 a p-hodnotou testu = 0,00000. Testovaná bola i lineárna špecifikácia modelu, ktorú nebolo možné zamietnuť (testovacia štatistika F = 1,08167 a p-hodnota testu = 0,34344). Zamietli sme ale nulovú hypotézu konštantného rozptylu (testovacia štatistika Chí kvadrát = 12,5671 a p-hodnota testu = 0,001867).

Celkovo sa dá na základe dosiahnutých výsledkov povedať, že na našej vzorke amerických podnikov možno pozorovať významný negatívny vzťah medzi akvizičnou aktivitou a výkonnosťou podnikov v podobe čistej ziskovej marže a návratnosti vlastného kapitálu firiem. Taktiež sa v oboch mierach výkonnosti sa potvrdil i negatívny dopad zvyšovania podielu financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu ako na čistú ziskovú maržu, tak aj na návratnosť vlastného kapitálu podnikov za rok 2006.

4.3.3 Celková vzorka

Celkový obraz o vplyve akvizičnej intenzity na výkonnosť firiem v podobe čistej ziskovej marže a návratnosti vlastného imania za predkrízový rok 2006 by mal poskytnúť model otestovaný na globálnej vzorke podnikov. Tá pozostávala z 40 906 spoločností. Tabuľka 20 popisuje odhady koeficientov metódou najmenších štvorcov, ako aj celkové výsledky modelu na vzorke svetových firiem za rok 2006.

Ako je možné pozorovať, premenná *Objem vykonaných akvizícií k základnému imaniu* má na celkovej vzorke svetových podnikov záporný koeficient a vysokú mieru signifikancie (p-hodnota nižšia ako 1 %), čo znamená, že s rastom objemu akvizícií v pomere k základnému imaniu sa znižuje čistá zisková marža podnikov. Rovnako záporné znamienko je aj pri premennej *Podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu*.

Táto premenná sa na globálnej vzorke taktiež ukázala ako štatisticky významná a s rastom objemu prostriedkov investovaných do výskumu a vývoja v pomere k základnému imaniu sa v roku 2006 tiež znižovala čistá zisková marža svetových podnikov.

Tabuľka 21 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na celosvetovej vzorke firiem pri analýze čistej ziskovej marže za rok 2006

Model 17: OLS, using observations 1-40906					
Dependent variable: NetMarginGLOB					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0,143225	0,0274461	5,218	<0,0001	***
AK / ZI	-1,45137	0,596807	-2,432	0,0070	***
VV / ZI	-3,20374	3,21680	-0,9959	0,0329	**
Mean dependent var	0,089866	S.D. dependent var		0,174380	
Sum squared resid	2,641928	S.E. of regression		0,170388	
R-squared	0,465789	Adjusted R-squared		0,445257	
Log-likelihood	34,49372	Akaike criterion		-62,98743	
Schwarz criterion	-55,35755	Hannan-Quinn		-59,90552	

Celková kvalita modelu v podobe informačných kritérií, respektíve determináčného koeficientu a upraveného determináčného koeficientu opäť patrí k tým najvyšším a dosahuje 47 %, respektíve 45 %. Po overení podmienok modelu najmenších štvorcov

bolo možné zamietnuť nulovú hypotézu normálneho rozdelenia s testovacou štatistikou χ^2 kvadrát = 737,56 a p-hodnotou testu = 0,00000. Adekvátne bola lineárna špecifikácia modelu a rovnako nebolo možné zamietnuť nulovú hypotézu konštantného rozptylu.

Druhou závislou premennou, ktorú sme sledovali v súvislosti s analýzou výkonnosti globálnych akvizícií v roku 2006, bola návratnosť vlastného kapitálu firiem. Ako je možné zhodnotiť na základe Tabuľky 22, premenná *Objem vykonaných akvizícií k základnému imaniu* má pri globálnej vzorke záporný koeficient a uspokojivú mieru signifikancie (p-hodnota blízko 5 %), teda s rastom objemu akvizícií v pomere k základnému imaniu sa na globálnej vzorke za rok 2006 znižuje návratnosť vlastného kapitálu firiem. Záporné znamienko je aj pri premennej *Podiel financií investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu* a platí, že aj táto premenná sa na globálnej vzorke ukázala ako štatisticky významná a s rastom objemu prostriedkov investovaných do výskumu a vývoja v pomere k základnému imaniu sa v roku 2006 tiež znižovala čistá zisková marža svetových podnikov

Tabuľka 22 Odhady koeficientov a celkové výsledky modelu na vzorke globálnych firiem pri analýze návratnosti vlastného kapitálu za rok 2018

Model 18: OLS, using observations 1-40906					
Dependent variable: ROEGLOB					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0,102092	0,0114689	8,902	<0,0001	***
AK / ZI	-0,412799	0,249388	-1,655	0,0503	*
VV / ZI	-0,0954927	1,34420	-0,07104	0,0945	*
Mean dependent var	0,115865	S.D. dependent var		0,071489	
Sum squared resid	0,461320	S.E. of regression		0,071200	
R-squared	0,329411	Adjusted R-squared		0,308080	
Log-likelihood	116,5169	Akaike criterion		-227,0337	
Schwarz criterion	-219,4038	Hannan-Quinn		-223,9518	

Výsledná výpovedná hodnota modelu v podobe determináčného koeficientu a upraveného determináčného koeficientu je v porovnaní s ostatnými modelmi relatívne nízka, avšak môžeme ju akceptovať. Možno teda tvrdiť, že na pozorovanej vzorke svetových podnikov objem akvizícií v pomere k základnému imaniu a podiel financií

investovaných do výskumu a vývoja k základnému imaniu významnejšie determinujú návratnosť vlastného kapitálu podniku negatívnym spôsobom.

Aj v poslednom vykonanom modeli bolo otestované normálne rozdelenie rezíduí, a podobne ako vo všetkých ostatných prípadoch bolo možné zamietnuť nulovú hypotézu normálneho rozdelenia s testovacou štatistikou $\chi^2 = 57,07$ a p-hodnotou testu = 0,00000. Testovaná bola i lineárna špecifikácia modelu, ktorú bolo nemožné zamietnuť (testovacia štatistika $F = 0,2731$ a p-hodnota testu = 0,7617). Naopak sme však zamietli nulovú hypotézu konštantného rozptylu (testovacia štatistika $\chi^2 = 9,2409$ a p-hodnota testu = 0,00985).

Celkovo sa dá na základe dosiahnutých výsledkov povedať, že na našej vzorke svetových podnikov sme pozorovali pomerne významný záporný dopad medzi akvizičnou aktivitou a prostriedkami investovanými do výskumu a vývoja na výkonnosť podnikov v podobe ich návratnosti vlastného kapitálu podniku.

5 Diskusia

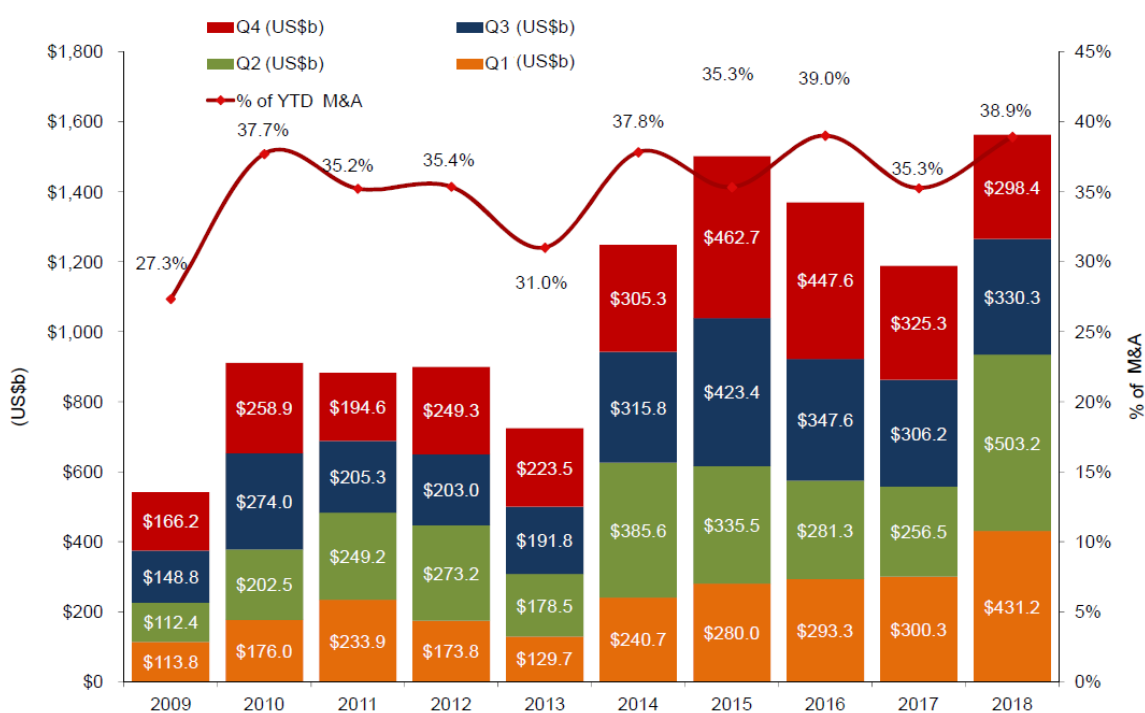
Po obdobiach finančnej (2007-2008) a dlhovej krízy (2010 - 2012) zažíva trh akvizícií a fúzií globálny rast. Ak sa pozrieme na najnovšie údaje, celosvetová aktivita v oblasti fúzií a akvizícií dosiahla v roku 2018 objem 4 bilióny USD, čo predstavuje medziročný nárast o 19 % v porovnaní s celým rokom 2017. Hodnota celosvetových fúzií a akvizícií vyšších ako 5 miliárd amerických dolárov dosiahla 1,5 bilióna dolárov, čo predstavuje nárast o 51 % v porovnaní s predchádzajúcim rokom. Sto dvadsaťtri obchodov vyšších ako 5 miliárd USD predstavovalo 38 % oznámených aktivít v oblasti fúzií a akvizícií v priebehu celého roka 2018, čo predstavuje nárast o 30 % oproti predchádzajúcemu roku.

Target Region/Nation	1/1/2018 - 12/31/2018		1/1/2017 - 12/31/2017		% Change in Rank Value
	Rank Val US\$m	No. Deals	Rank Val US\$m	No. Deals	
Worldwide	4,016,104.7	47,585	3,370,389.4	51,474	19.2 ▲
Americas	1,940,512.3	16,049	1,526,486.0	17,651	27.1 ▲
Caribbean	32,267.8	83	6,869.2	96	369.7 ▲
Central America	7,900.1	220	10,584.5	215	-25.4 ▼
Mexico	5,404.0	175	9,960.1	169	-45.7 ▼
North America	1,828,528.9	14,771	1,413,112.3	16,293	29.4 ▲
United States	1,725,281.5	12,442	1,305,915.6	13,500	32.1 ▲
Canada	103,247.4	2,329	107,196.7	2,793	-3.7 ▼
South America	71,815.5	975	95,920.1	1,047	-25.1 ▼
Brazil	46,036.3	517	61,819.5	601	-25.5 ▼
Chile	10,949.9	126	12,877.2	123	-15.0 ▼
Africa/Middle East	71,609.7	1,021	68,073.1	1,332	5.2 ▲
Middle East	47,093.4	414	41,642.0	477	13.1 ▲
North Africa	4,787.5	104	1,201.1	143	298.6 ▲
Sub-Saharan Africa	17,485.7	455	22,649.3	648	-22.8 ▼
Europe	1,006,420.2	13,729	764,213.6	15,782	31.7 ▲
Eastern Europe	48,158.7	2,082	46,525.7	3,023	3.5 ▲
Western Europe	958,261.5	11,647	717,687.9	12,759	33.5 ▲
United Kingdom	238,588.2	3,167	176,288.8	3,020	35.3 ▲
Germany	145,527.5	1,478	93,097.6	1,551	56.3 ▲
Spain	105,440.0	1,101	48,814.9	1,003	116.0 ▲
Asia-Pacific	897,915.8	13,856	938,323.8	14,015	-4.3 ▼
Australasia	121,292.3	1,889	90,560.6	1,866	33.9 ▲
Australia	109,947.7	1,594	87,398.5	1,637	25.8 ▲
New Zealand	10,784.0	281	2,929.5	217	268.1 ▲
South East Asia	76,156.2	1,749	96,387.3	2,058	-21.0 ▼
Singapore	23,353.4	511	54,888.0	511	-57.5 ▼
Thailand	16,386.4	191	6,872.6	204	138.4 ▲
North Asia	584,238.7	8,424	691,175.2	8,583	-15.5 ▼
China	448,733.3	5,815	498,914.3	5,859	-10.1 ▼
South Korea	67,179.3	1,702	72,433.4	1,557	-7.3 ▼
South Asia	116,228.7	1,794	60,200.7	1,508	93.1 ▲
Central Asia	2,243.2	48	2,580.7	64	-13.1 ▼
Japan	99,646.7	2,930	73,292.9	2,694	36.0 ▲

Obrázok 4 Celosvetová aktivita v oblasti fúzií a akvizícií v roku 2018

Zdroj: Thomson Reuters M&A Global Review (2018)

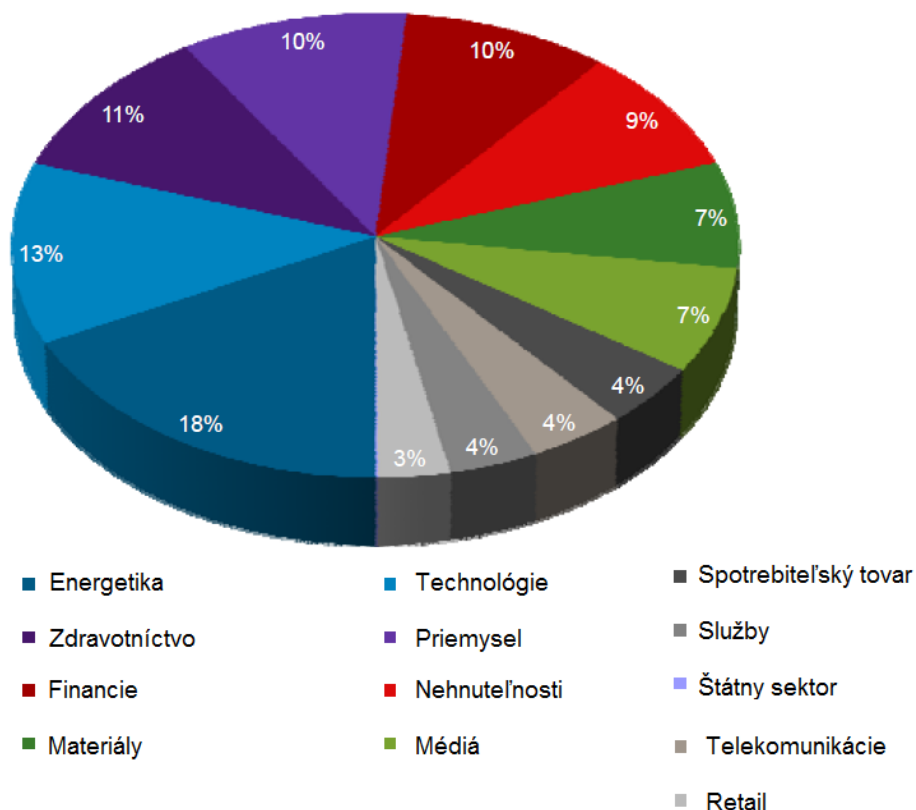
Medzinárodné transakcie v oblasti fúzií a akvizícií dosiahli úroveň 1,6 bilióna USD, čo predstavuje 32 % nárast v porovnaní s rokom 2017 a najvyšší objem daného ukazovateľa od roku 2007. Obchody hradené privátnym kapitálom predstavovali 10 % celkovej aktivity v roku 2018 s pozorovaným 29 % medziročným nárastom. Rok 2018 tak bol najsilnejším obdobím odkupovania cenných papierov privátnym kapitálom za viac ako desať rokov. Z geografického hľadiska platí, že objem fúzií a akvizícií v USA dosiahol 1,7 bilióna amerických dolárov, čo je nárast o 32 % v porovnaní s úrovňou aktivity zaznamenatej v roku 2017. V prípade európskych spoločností predstavoval daný objem celkovo s 1 bilión amerických dolárov a nárast o 32 %. Európske transakcie predstavovali 25 % celkovej aktivity v oblasti fúzií a akvizícií v roku 2018, čo je najvyššie percento od roku 2014.



Obrázok 5 Medzinárodné transakcie v oblasti fúzií a akvizícií v roku 2018

Zdroj: Thomson Reuters M&A Global Review (2018)

Obchody v oblasti energetiky dosiahli v priebehu celého roka 2018 celkovo 705 miliárd USD, čo je nárast o 52 % v porovnaní s úrovňami v roku 2017 a historický rekord.



Obrázok 6 Rozdelenie fúzií a akvizícií v roku 2018 podľa sektorov

Zdroj: Thomson Reuters M&A Global Review (2018)

Aj vďaka enormnému objemu transakcií a dopadu na globálnu ekonomiku je problematika fúzií a akvizícií vo svete dobre známa a analýze týchto aktivít na výkonnosť svetových podnikov sa venuje viacero autorov akademickej literatúry. Phillips a Zhdanov (2013) skúmali, ako akvizičná činnosť a hospodárska súťaž ovplyvňujú rozhodnutie firiem uskutočňovať výskum a vývoj a inovovať. Ich model a empirické testy preukázali, že akvizičný trh výrazne ovplyvňuje rozhodnutie uskutočniť výskum a vývoj. Autori modelovali stimuly pre veľké a malé firmy na vykonávanie výskumu a vývoja na základe ich veľkosti, zisku z komercializácie a potenciálu firiem zlúčiť alebo získať iné firmy po inovácii. Ich výsledky ukázali, že veľké firmy sa optimálne môžu rozhodnúť nechať malé firmy vykonávať výskum a vývoj a inovovať a následne prostredníctvom akvizícií získať tieto malé inovatívne spoločnosti. Na rozdiel od malých firiem môžu veľké firmy považovať za nevýhodné zapojiť sa do "pretekov" výskumu a vývoja s malými firmami v štátoch dopytu po inováciách, pretože je pre nich výrazne jednoduchšie získať prístup k inovácii tým, že kúpia malé inovačné firmy. Možnosť akvizície tak zosilňuje potenciálne zisky z inovácií - najmä pre menšie firmy. Stimuly firiem na to, aby sa zamerali na výskum

a vývoj, sa zvyšujú s akvizičnou činnosťou predovšetkým v priemysle a to rovnako pre malé, ako aj pre veľké firmy. Výskum a vývoj sa tiež pozitívne líši od dopytu v priemysle a tiež očakávanej pravdepodobnosti, že firma je akvizičným cieľom.

Rovnako platí, že väčšia vyjednávacía sila malých firiem, zachytená minulým cieľovým nadmerným výnosom pri oznámeniach o akvizícii a vyššia likvidita aktív na trhu fúzií a akvizícií, vedie k väčším investíciám do výskumu a vývoja malými firmami. Schopnosť zachytiť väčšiu časť akvizičného prebytku motivuje podniky, aby zvýšili svoje investície do výskumu a vývoja s cieľom zvýšiť šance na získanie. Zvýšená hospodárska súťaž navyše vedie k väčšiemu výskumu a vývoju zo strany firiem, ale menej pre veľké firmy. Akvizičná činnosť tak výrazne zvyšuje motiváciu podnikov vykonávať výskum a vývoj, ale menej pre veľké firmy, pretože si môžu kúpiť menšie firmy a ich technológiu použiť vo svojich štruktúrach. Vplyv akvizícií na majetok akcionárov možno určiť výpočtom a vypracovaním analýzy neštandardných zmien majetku. Otázne je, ktoré ďalšie parametre majú vplyv na výskyt abnormálnych výnosov.

V literatúre sú opísané mnohé potenciálne determinanty, ktoré sa zjednodušene dajú rozdeliť na vplyvy samotných obchodov a ostatné. Braggion a kol. (2012) vykonali prierezovú analýzu abnormálnych výnosov ako nadobúdateľa, tak i cieľového subjektu. Hoci sa ich štúdia zameriavala len na bankový sektor v Spojenom kráľovstve, zistili, že čím je nižšia ROE cieľa, tým vyššia je abnormálna návratnosť nadobúdateľa.

To odzrkadľuje možnosť zvýšiť ziskovosť slabo výkonnej cieľovej spoločnosti manažmentom nadobúdateľa. Pokiaľ ide o abnormálne výnosy cieľových firiem, niektoré slabé efekty naznačujú, že menej výnosné ciele zaznamenávajú väčšie výnosy. Autori tiež pridali kontrolné premenné pre rôzne miery vlastníctva, ale tieto premenné sa neprejavili ako veľmi dôležité.

Ďalšiu relevantnú charakteristikou našli Schleifer a Vishny (2003). Skúmali akvizície na akciových trhoch a zistili, že firmy s nadhodnoteným vlastným kapitálom majú tendenciu akvizície realizovať, zatiaľ čo firmy s podhodnoteným alebo relatívne nižšie ohodnoteným vlastným kapitálom sa stali samotnými cieľmi prevzatia. Autori dedukujú, že firmy majú motiváciu k nadhodnoteniu ich vlastného imania, aby mohli pristúpiť k akvizíciám. Servaes (1991) potvrdzuje tento názor tvrdením, že celkové výnosy sú o 10 % vyššie pri prevzatí s formou platby finančnými prostriedkami, než pri čistom prevzatí cenných papierov. Ďalší determinant, ktorý našiel, sa zaoberá atmosférou. Ukázal, že straty nadobúdajúcich firiem sú vo všeobecnosti o 4 % vyššie pri tzv. nepriateľských prevzatiach ako keď prebehne priateľské, dohodnuté prevzatie. Avšak cieľový výnos je

o 10 % vyšší pri nepriateľskom prevzatí. Tento rozdiel možno vysvetliť vyšším poistným zaplateným pri nepriateľských prevzatíach alebo tiež ako dôsledok poklesu pevnej hodnoty spôsobenej ochranou proti prevzatiu. Moeller a Schlingemann (2004) študovali vplyvy typov akvizície na výnosy firiem. V porovnaní s domácimi akvizíciami zistili, že nadobúdatelia majú v prípade cezhraničných akvizícií nižšie zásoby a prevádzkové výkony. Preto dospeli k záveru, že existuje negatívny vzťah medzi hodnotou a globálnou diverzifikáciou. Táto štúdia ukázala aj vplyv veľkosti nadobúdateľa na zisky z akvizícií a poukazuje na vyššie výnosy pri oznámení o veľkých nadobúdajúcich spoločnostiach ako keď sú oznámené malé nadobúdajúce firmy. Pokiaľ ide o obchodnú príbuznosť, aj v tejto oblasti boli zistené niektoré pozoruhodné výsledky.

Singh a Montgomery (1987) zistili, že akvizície, ktoré súvisia s výrobkom, trhom alebo technológiou, vytvárajú podstatne vyššie zisky ako nezdružené akvizície. Tento stav naznačuje, že súvisiace cieľové firmy majú väčší úžitok z akvizícií ako neprepojené cieľové firmy. Na druhej strane, Chatterjee (1986), indikuje presne opačné výsledky a poukazuje na to, že neprepojené spoločnosti akvizíciami prekonávajú tie prepojené. Skutočnosť, že geografická blízkosť zohráva dôležitú úlohu v diskusii o fúziách a akvizíciách, skúmali Lehto a Bockerman (2008). Študovali domáce akvizície a akvizície v rámci regionálneho hľadiska. Zistili, že v skúmaných regiónoch, kde sa vyskytuje veľké množstvo fúzií a akvizícií, firmy uprednostňujú hľadanie partnerov z ich domovských regiónov. Väčšie spoločnosti častejšie prekonávajú geografické hranice. Domáce akvizície sa zase častejšie vyskytujú v regiónoch, ktoré obsahujú veľké množstvo spoločností.

Ak sa zameriame na nami dosiahnuté výsledky, zhrnutia jednotlivých modelov za sledované obdobia sú priblížené v Tabuľkách 23 až 25. Pre lepšiu ilustráciu je počet hviezdíčiek pri nezávislých premenných grafickým zobrazením ich p-hodnoty. Jedna hviezdica je p-hodnota menšia ako 10 %, 2 hviezdčky sú pre p-hodnotu menšiu ako 5 % a 3 hviezdčky označujú p-hodnotu menšiu ako 1 %.

Pre vzorku z roku 2018 platí, že ako najvýznamnejší sa ukázal kladný dopad objemu akvizícií na ziskovú maržu európskych firiem. Pre daný vzťah model vykázal i relatívne prijateľný koeficient determinácie. Až na závislosť návratnosti vlastného kapitálu od akvizícií pri európskych podnikoch, mali vo všetkých skúmaných množinách firiem akvizície v roku 2018 kladný dopad na sledované výkonnostné ukazovatele podnikov. V prípade globálnej množiny sa navyše táto premenná preukázala ako relatívne signifikantná. Naopak prílišná štatistická významnosť premennej definujúcej objem

výdavkov na výskum a vývoj k základnému imaniu sa za rok 2018 nepotvrdila. Navyiac takmer vo všetkých prípadoch má koeficient pri tejto premennej záporné znamienko.

Z ekonomického hľadiska však dávajú tieto výsledky dobre vysvetliteľné závery. Výskumná a vývojová aktivita je dlhotrvajúci proces, ktorý častokrát prináša ovocie až po značnom období. Objem investovaných prostriedkov do výskumu a vývoja sa preto v sledovanom roku prejaviť nemusí. Jednoduchšou a výrazne rýchlejšou stratégiou, ktorú v súčasnosti globálne spoločnosti aj skutočne nasledujú, je kúpa zavedenej a etablovanej firmy a následná vertikálna či horizontálna integrácia. Takýto postup však zvyčajne prináša pre kupujúcu firmu významnú nevýhodu v podobe akvizičnej prémie, ktorá sa nezriedka pohybuje až na úrovni 30 % aktuálnej tržnej hodnoty kupovanej firmy. Práve uvedená prémie častokrát môže vyústiť do výrazného zníženia výkonnosti kupujúcej spoločnosti v danom roku či už v podobe nižšej čistej ziskovej marže alebo návratnosti vlastného kapitálu.

Tabuľka 23 Výsledky modelov za rok 2018

	Nezávislá premenná	Závislá premenná					
		Zisková marža			ROE		
		Vplyv	Významnosť	R-squared	Vplyv	Významnosť	R-squared
Európa	Akvízie k imaniu	+	***	36,89%	-		0,45%
	R&D k imaniu	+			-		
USA	Akvízie k imaniu	+		17,99%	+	**	26,12%
	R&D k imaniu	-			-		
Svet	Akvízie k imaniu	+	*	17,13%	+	**	31,87%
	R&D k imaniu	-			-		

Rozdielom, ktorý stojí za povšimnutie pri pohľade na výsledky modelov za rok 2017, je všeobecný nárast ako koeficientu determinácie, tak aj miery štatistickej významnosti nezávislých premenných v jednotlivých modeloch. Pri použití tých istých premenných a obdobného počtu podnikov vo vzorkách za rok 2017, sme dosiahli výrazne lepšie výsledky. Najvyššiu hodnotu koeficientu determinácie dosiahol model, v ktorom sme analyzovali dopad objemu akvizícií a výdavkov na výskum a vývoj k základnému imaniu na ziskovú maržu amerických podnikov, kedy bol na úrovni viac než 47 %, čo je pri použití dvoch premenných pomerne uspokojivá hodnota. Kým v predchádzajúcom prípade sa pri výskume oboch závislých premenných preukázali ako štatisticky významné (p-hodnota menej ako 10 %) nezávislé premenné dvakrát, v roku 2017 je to pre obe závislé premenné zhodne štyrikrát.

Tabuľka 24 Výsledky modelov za rok 2017

	Nezávislá premenná	Závislá premenná					
		Zisková marža			ROE		
		Vplyv	Významnosť	R-squared	Vplyv	Významnosť	R-squared
Európa	Akvízie k imaniu	-	*	30,33%	+	**	45,20%
	R&D k imaniu	-			-	**	
USA	Akvízie k imaniu	+	***	47,05%	+	**	35,69%
	R&D k imaniu	+	**		-		
Svet	Akvízie k imaniu	-	*	24,23%	-	**	25,04%
	R&D k imaniu	+			+		

Je zaujímavé, že v porovnaní s rokom 2018, kedy, mali takmer vo všetkých skúmaných množinách firiem akvizície kladný dopad na sledované výkonnostné ukazovatele podnikov, v roku 2017 bol už dopad zmiešaný nielen medzi závislými premennými popisujúcimi výkonnosť podnikov, ale aj medzi jednotlivými geografickými lokalitami. Keďže ale boli v priemere koeficienty determinácie za rok 2017 vyššie, považujeme výpovednú hodnotu týchto modelov za lepšiu. Ako najvýznamnejší sa ukázal kladný dopad objemu akvizícií na ziskovú maržu a návratnosť vlastného kapitálu amerických firiem, avšak ako významný sa preukázal aj záporný dopad objemu akvizícií na ziskovú maržu a návratnosť vlastného kapitálu globálnych firiem. U európskych firiem sa ukázal záporný dopad objemu akvizícií na ziskovú maržu avšak kladný dopad na návratnosť vlastného kapitálu.

Tieto odlišné výsledky podľa nášho názoru naznačujú inú formu financovania akvizícií v jednotlivých geografických lokalizáciách, ako aj globálne. Kým v EU sa zvyčajne financuje vlastným kapitálom prípadne bankovými úvermi, americké podniky preferujú dlhové financovanie predovšetkým emisiami dlhopisov. Iné typy financovania môžu vplývať na nami analyzované miery výkonnosti odlišne, pretože emisia dlhopisov zvyšuje efektivitu vlastného kapitálu, kým emisia akcií práve naopak. Pri sledovaní čistej ziskovej marže je zas pre podnik výhodnejšie emitovať vlastný kapitál, pretože nie je povinný pravidelne platiť úroky z dlhu a dividendu môže stanoviť presne podľa svojich potrieb.

Pozoruhodne však vyznieva porovnanie s rokom 2006. Za historické obdobie nám opäť v priemere vzrástol koeficient determinácie, ale ešte viac sa zlepšila štatistická významnosť nezávislých premenných v jednotlivých modeloch a signifikancia na úrovni p-hodnoty maximálne 10 % bola vo všetkých prípadoch. Dopad objemu akvizícií na ziskovú maržu a návratnosť vlastného kapitálu sa preukázal u všetkých firiem, ale naviac platí, že táto premenná mala pri čistej ziskovej marži p-hodnotu nižšiu než 1 %

vo všetkých geografických lokalitách. Ako veľmi významná sa preukázala aj premenná definujúca objem výdavkov na výskum a vývoj k základnému imaniu. Tá mala pri oboch závislých premenných negatívny dopad vo všetkých prípadoch.

Až na európske podniky naviac platí, že negatívny dopad mal aj objem akvizícií, čo je výrazný rozdiel oproti rokom 2017 a 2018. Môžeme tak povedať, že v predkrízovom období mal pri európskych podnikoch objem akvizícií k základnému imaniu výrazne pozitívny dopad ako na ich čistú ziskovú maržu, tak aj na návratnosť vlastného kapitálu, avšak pri amerických spoločnostiach a z globálneho hľadiska vplývali akvizície na výkonnosť podnikov negatívne.

Tabuľka 25 Výsledky modelov za rok 2006

	Nezávislá premenná	Závislá premenná					
		Zisková marža			ROE		
		Vplyv	Významnosť	R-squared	Vplyv	Významnosť	R-squared
Európa	Akvizície k imaniu	+	***	41,87%	+	**	33,90%
	R&D k imaniu	-	**		-	**	
USA	Akvizície k imaniu	-	***	42,72%	-	*	25,08%
	R&D k imaniu	-	**		-	*	
Svet	Akvizície k imaniu	-	***	46,58%	-	*	32,94%
	R&D k imaniu	-	**		-	*	

Výdavky na výskum a vývoj by sa mohli považovať za indikáciu technologického kapitálu, pretože môžu viesť k patentom alebo autorským právam, ktoré sa stávajú zdrojom konkurenčnej výhody. Intenzita výdavkov na vedu a výskum však podľa našich zistení nie je zárukou výkonnosti a konkurenčnej výhody. Ako prvý dôvod tohto zistenia sa núka vysvetlenie, že výskum a vývoj sa prejavuje v dlhodobom horizonte, a preto ho nie je možné pozorovať vo výkonnosti firmy v danom roku. O tom však možno polemizovať, pretože firmy dlhodobo investujúce do R&D nezvyknú príliš meniť pomer výdajov na výskum a vývoj k ostatným ukazovateľom. Preto by sa u spoločností, ktoré dlhodobo investujú do R&D, mal vzťah medzi výškou výdajov a výkonnosťou určitým spôsobom prejavovať. Ďalším dôvodom skôr negatívneho dopadu výdajov na R&D môže byť to, že spoločnosti vykazujú náklady na výskum a vývoj, či už bol výskum úspešný alebo nie.

I keď je zvyčajným cieľom pri akejkoľvek podnikovej transakcii vytvorenie hodnoty pre akcionárov a akvizície nie sú výnimkou, viaceré štúdie preukázali, že vždy do očakávaných ziskov vyústiť nemusia. Empirické dôkazy potvrdili, že akcionári cieľových firiem obvykle získavajú, zatiaľ čo nadobúdajúce firmy majú zmiešané výsledky (Kaplan, 2006). Charakteristika dopadu fúzií a akvizícií na dlhodobú prosperitu podnikov

je jednou z najviac skúmaných tém v literatúre podnikových financií. Napriek početným štúdiám o determinantoch ich výkonnosti však ani v súčasnosti ešte stále neexistuje jednoznačný model na predpovedanie ich finálneho dopadu. Okrem hodnoty a finančného zdravia podniku ovplyvňuje fúzia alebo akvizícia aj štruktúru spoločnosti, prevádzkovú efektívnosť a schopnosť vytvárať hodnotu. Preto je vývoj robustného modelu, ktorý by pomohol predpovedať výkon fúzií a akvizícií, predmetom dlhodobého akademického záujmu. Hlbšie poznanie a pochopenie vplyvných faktorov výkonnosti v oblasti fúzií a akvizícií môže prispieť k rozvoju systému včasného varovania, ktorý môže pomôcť rozpoznať a zabrániť zlým rozhodnutiam spoločností a uľahčiť investičné rozhodnutie a integračný proces po transakcii.

Výkonnosť nadobúdajúcej spoločnosti je vymedzená vytvorenou hodnotou ako aj nákladmi na investíciu. Hodnota vytvorená v konkrétnej transakcii závisí od schopnosti nadobúdajúcej spoločnosti využiť svoju konkurenčnú výhodu, naopak náklady sú ovplyvnené počtom predchádzajúcich skúseností z oblasti akvizícií nadobúdateľom a informáciami nadobúdateľa o cieľovej firme. Použitím tejto metodiky Mueller (1986) zistil, že akvizujúce spoločnosti trpia stratou podielu na trhu a nižšou návratnosťou vlastného kapitálu. K obdobným záverom došli aj Ravenscraft a Scherer (1989).

Štúdie založené na účtovnom pohľade však nie vždy zachytávajú zmeny výkonnosti v oblasti fúzií a akvizícií, ktoré sú riadené technologickými a regulačnými zmenami (Mitchell a Mulherin, 1996). Najčastejšie používanou metódou ekonómov je vyhodnotenie zmeny hodnoty podniku vyplývajúcej z fúzie. Táto metóda je známa ako štúdia udalostí. V štúdiu udalostí sa pozornosť sústreďuje na reakciu akciového trhu v čase transakcie. Metodika predpokladá, že trh je efektívny, a preto zmeny ceny akcií zúčastnených firiem odrážajú hodnotu hospodárskeho dopadu transakcie, v tomto prípade akvizície. Vo väčšine prípadov sa táto zmena kontroluje z hľadiska všeobecných trhových pohybov a systematického rizika. Pri hodnotení empirických štúdií o ziskovosti v oblasti akvizícií môžeme konštatovať, že existuje všeobecný konsenzus, že vplyv fúzií a akvizícií na cieľovú firmu je pozitívny. Hodnoty cenných papierov cieľovej spoločnosti na burze sa zvyšujú v čase transakcie a vytvárajú výrazný nárast výnosov pre akcionárov spoločnosti (Eckbo, 1983; Asquith, 1983). Naopak, práce pojednávajúce o vplyve akvizícií na ziskovosť kupujúcej firmy sú menej homogénne. Schenk (2000) uvádza, že jedna tretina publikovaných štúdií o ziskovosti kupujúcej firmy, s využitím oznamovacieho obdobia ako okna udalostí, vykazuje pozitívny efekt. Patrí medzi nich okrem iného výskum vykonaný Asquithom a kol. (1983). Iné štúdie, ktoré použili rovnakú metodológiu, ukázali, že

kupujúce firmy sa dokonca rozpadli alebo získali záporný priemerný kumulatívny abnormálny výnos. Patrí medzi nich napríklad štúdia, ktorú uskutočnil Bradley a kol. (1988), ktorá naznačuje, že akcionári kupujúcich firiem nesú všetky riziká spojené s fúziami a akvizíciami a niekedy prostriedky získavajú, inokedy však strácajú.

Jednou z oblastí konsenzu medzi akademickou obcou je, že výkonnosť ovplyvňujú ako vlastnosti každej transakcie, tak aj vlastnosti samotných podnikov. Charakteristiky transakcií zahŕňajú spôsob platby, obchodnú atmosféru, typ akvizície a obchodné súvislosti. Ak manažéri predkladateľov ponúk uznávajú, že trh preceňuje svoje akcie, s väčšou pravdepodobnosťou zaplatia za akvizície s akciami než s hotovosťou (Shleifer a Vishny, 2003). Výskumy tiež ukazujú, že pri oznámení je reakcia trhu menej negatívna v prípade obchodov, ktoré sa vyplácajú v hotovosti v porovnaní s tými, ktoré boli zaplatené akciami (Servaes, 1991). Pri akvizíciách verejne obchodovaných spoločností ukázali empirické dôkazy výrazný negatívny priemerný pokles návratnosti pre nadobúdateľov, keď pri platbe prevažovali akcie nad hotovosťou (Amihud a kol. 1990). Atmosféra vzťahujúca sa akvizície môže byť rozdelená do dvoch typov - priateľskej a nepriateľskej.

Nepriateľské prevzatia sa uskutočňujú bez ohľadu na odpor cieľovej spoločnosti. Uzatváracia cena nepriateľských prevzatí je zvyčajne podstatne vyššia ako trhovú cenu pred ponukou, čo z nich robí drahšie a menej časté ako priateľské akvizície. Nepriateľské prevzatia sú tak spájané iba so spoločnosťami s vysokou výkonnosťou. Avšak empirické dôkazy túto teóriu nepodporujú (Ghosh, 2001; Powell a Stark, 2005).

Ako sme uviedli vyššie, okrem charakteristík transakcie ovplyvňujú výkonnosť firiem po akvizíciách aj charakteristiky samotnej spoločnosti. Patrí medzi nich napríklad úroveň ziskovosti pred transakciou, úroveň rizika či veľkosť podniku. Dickerson a kol. (1997) skúmali dopad akvizícií na výkonnosť spoločnosti a zistili, že ziskovosť po akvizícii je výrazne nižšia než v období pred ňou, čo naznačuje, že akvizície majú negatívny vplyv na ziskovosť. Naopak Healy a kol. (1992) zistili pozitívny vzťah medzi prevádzkovou ziskovosťou pred akvizíciou a abnormálnymi výnosmi po oznámení transakcie. Na druhej strane Andrade a kol. (2001) tvrdia, že úroveň ziskovosti pred fúziou je po fúzii neudržateľná z dôvodu nákladov spojených so zmenou nového zlúčeného podniku.

Je prirodzené, že rozhodnutie o fúziách a akvizíciách je krok, ktorý ovplyvňuje rizikový profil firmy. V ideálnom prípade by akvizície mali nielen maximalizovať hodnotu pre akcionárov a zvýšiť efektívnosť, ale aj znížiť riziko. Zníženie rizika prostredníctvom akvizície môže podniku umožniť zvýšiť svoju finančnú páku a umožniť profitovať

z daňovej výhody dlhu (Lewellen a Wilbur, 1971). Predchádzajúce výskumy ukázali, že v priemere akvizície zvyšujú riziko zlyhania nadobúdajúcej firmy (Furfin a Rosen, 2011).

Je to aj z toho dôvodu, že firmy zvyšujú svoju finančnú páku v dôsledku zvýšenia dlhovej kapacity, čím sa zvyšuje volatilita (Ghosh & Jain, 2000). Vysoká miera volatility môže spôsobiť, že spoločnosť nebude schopná splatiť svoj nesplatený dlh, čo môže viesť k bankrotu. Billett a kol. (2004) preto identifikovali úroveň rizika pred akvizíciou podniku ako jeden z prvkov, ktoré ovplyvňujú výkonnosť. Uvedené zistenia o determinantoch výkonnosti podnikov po akvizíciách nie sú ani zďaleka jednoznačné, čo potvrdzuje i náš výskum.

Je možné, že výkonnosť firiem po akvizíciách v počiatočných fázach klesá, pretože v počiatočnom období po akvizícii je firma konfrontovaná s mnohými výzvami a nebezpečenstvami, na ktoré si ešte nevyvinula riešenia. Integrácia po akvizícii je zložitý proces, ktorý si vyžaduje značné zdroje vrátane času, peňazí a úsilia. Výkonnosť sa začína zvyšovať po určitom počte akvizícií, pretože firma už vyvinula potrebné know-how na riešenie týchto typov transakcií a stáva sa schopná efektívnejšie zvládnuť integráciu po akvizícii. Negatívny vzťah medzi akvizíčnou aktivitou a výkonnosťou podnikov v podobe návratnosti vlastného kapitálu pozorovaný vo viacerých prípadoch svedčí o tom, že vysoký podiel vlastného kapitálu môže viesť k poklesu očakávaných synergií a následnému zníženiu výkonnosti.

Ďalším parametrom, ktorý prichádza do úvahy pri procese akvizície je internacionalizácia. Batsakis a kol. (2018) tvrdia, že kritickým faktorom ovplyvňujúcim výkonnosť je medzinárodná diverzifikácia a v prípade akvizícií sú veľmi dôležité špecifické okolnosti, počas ktorých k akvizícii dôjde. Autori tvrdia, že závislosť výkonnosti v súvislosti s medzinárodnou diverzifikáciou je do veľkej miery determinovaný získaným podielom v kupovanej spoločnosti, ako aj štruktúrou celej skupiny.

V budúcom výskume by bolo vhodné zamerať sa na presnú kvantifikáciu zmeny výkonnosti podnikov na základe realizovaných akvizícií v podobe komparácie tržných hodnôt jednotlivých spoločností pred a po uskutočnení akvizícií, čo by presne odzrkadlilo prínos pre akcionárov. Pri analýze štatistických testov, ktoré overovali korektnú aplikáciu metódy najmenších štvorcov, sme navyše vo všetkých prípadoch zaznamenali zamietnutie nulovej hypotézy normálneho rozdelenia rezíduí, a preto by bolo v ďalšom výskume potrebné overiť použiteľnosť aj iných lineárnych modelov, ktoré by mohli byť pri výskume dopadu akvizíčnej aktivity na výkonnosť podnikov vhodnejšie a efektívnejšie.

Záver

V súčasnom dynamickom ekonomickom prostredí predstavujú akvizície kľúčové transakcie, prostredníctvom ktorých je možné na trhu získať náskok a konkurenčnú výhodu. Okrem toho však samotný proces akvizície predstavuje ideálnu príležitosť na zlepšenie efektivity zainteresovaných podnikov. Intenzívne analýzy a zmeny počas akvizícií poskytujú možnosť na implementáciu metód zvyšovania výkonnosti. Spoločnosti sa tak môžu sústrediť na zavedenie nových postupov a aplikovať množstvo manažérskych prístupov a nástrojov na zvyšovanie výkonnosti. Možno konštatovať, že akvizícia predstavuje vhodnú príležitosť pre zvyšovanie výkonnosti podnikov, avšak pre jej úspešnú realizáciu je do celkového procesu nevyhnutné komplexne zahrnúť všetkých zamestnancov, od manažmentu až po najnižších pracovníkov. Pre kvalitnú firmu totiž jej hlavný výrobný prostriedok predstavujú práve jej zamestnanci a ich motivácia a pozitívne prijatie zmien je predpokladom pre úspešné vykonanie akvizície, ako aj zvyšovania výkonnosti daného podniku.

V dizertačnej práci sme sa zamerali na analýzu dopadu akvizičnej aktivity na výkonnosť firiem v podobe ich čistej ziskovej marže a návratnosti vlastného kapitálu. Okrem akvizičnej aktivity sme skúmali aj vplyv výdavkov spoločností na výskum a vývoj k ich vlastnému imaniu. Údajovú vzorku tvorilo viac než 40 tisíc globálnych podnikov, ktoré sme rozdelili do európskej, americkej a globálnej množiny a s pomocou metódy najmenších štvorcov sme modelovali predmetné závislosti za roky 2018, 2017 a 2006.

Pre vzorku z roku 2018 platilo, že ako najvýznamnejší sa ukázal kladný dopad objemu akvizícií na ziskovú maržu európskych firiem, ktorý vykázal i relatívne prijateľný koeficient determinácie. Až na návratnosti vlastného kapitálu pri európskych podnikoch mali vo všetkých skúmaných množinách firiem akvizície v roku 2018 kladný dopad na sledované výkonnostné ukazovatele podnikov. Naopak prílišná štatistická významnosť premennej definujúcej objem výdavkov na výskum a vývoj k základnému imaniu sa za rok 2018 nepotvrdila. Rozdielom, ktorý stojí za povšimnutie pri pohľade na výsledky modelov za rok 2017, je všeobecný nárast ako koeficientov determinácie, tak aj mier štatistickej významnosti nezávislých premenných v jednotlivých modeloch. Pri použití tých istých premenných a obdobného počtu podnikov vo vzorkách za rok 2017, sme dosiahli výrazne lepšie výsledky. V porovnaní s rokom 2018, kedy, mali takmer vo všetkých skúmaných množinách firiem akvizície kladný dopad na sledované výkonnostné ukazovatele

podnikov, v roku 2017 bol už dopad zmiešaný nielen medzi závislými premennými popisujúcimi výkonnosť podnikov, ale aj medzi jednotlivými geografickými lokalitami.

Pozoruhodne však vyznieva porovnanie s rokom 2006, kedy sa výrazne zlepšila štatistická významnosť nezávislých premenných v jednotlivých modeloch a signifikancia na úrovni p-hodnoty maximálne 10 % bola vo všetkých prípadoch. Dopad objemu akvizícií na ziskovú maržu a návratnosť vlastného kapitálu sa preukázal u všetkých firiem a ako veľmi významná sa preukázala aj premenná definujúca objem výdavkov na výskum a vývoj k základnému imaniu. Tá mala pri oboch závislých premenných negatívny dopad vo všetkých prípadoch. Až na európske podniky navyše platilo, že negatívny dopad mal aj objem akvizícií, čo je výrazný rozdiel oproti rokom 2017 a 2018. V predkrízovom období tak mal pri európskych podnikoch objem akvizícií k základnému imaniu výrazne pozitívny dopad ako na ich čistú ziskovú maržu, tak aj na návratnosť vlastného kapitálu, avšak pri amerických spoločnostiach a z globálneho hľadiska vplývali akvizície na výkonnosť podnikov negatívne.

I keď sú akvizície už dlhodobo predmetom akademického výskumu, ich dopad na výkonnosť podnikov nie je jednoznačný a viaceré štúdie preukázali, že vždy do očakávaných ziskov vyústiť nemusia. Keďže sa jedná o komplexné transakcie, ktoré do veľkej miery ovplyvňujú chod firmy, ovplyvňujú jej štruktúru a schopnosť vytvárať hodnotu, detailnejšie poznanie a pochopenie determinantov ich úspechu ich realizátorov by mohlo prispieť k efektívnejšiemu rozhodovaniu podnikateľských subjektov a nárastu výkonnosti globálneho hospodárstva.

Zoznam použitej literatúry

1. ALEXANDRIDIS, G. et al. (2010). Gains from mergers and acquisitions around the world: New evidence. In *Financial Management*, 39(4), 1671-1695.
2. ALLEN, L. et al. (2001). The role of bank advisors in mergers and acquisitions.
3. AMIHUD, Y. et al (2002). The effects of cross-border bank mergers on bank risk and value. In *Journal of International Money and Finance*, 21(6), 857-877.
4. ANDRADE, G., STAFFORD, E. (2004). Investigating the economic role of mergers. In *Journal of corporate finance*, 10(1), 1-36.
5. ANDRADE, G. et al. (2001). New evidence and perspectives on mergers. In *Journal of economic perspectives*, 15(2), 103-120.
6. ANDRADE, G. et al (2001). New evidence and perspectives on mergers. In *Journal of economic perspectives*, 15(2), 103-120.
7. ANGWIN, D. (2007). Mergers and acquisitions. In *John Wiley & Sons, Ltd.*
8. ASQUITH, P. (1983). Merger bids, uncertainty, and stockholder returns. In *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 51-83.
9. ASQUITH, P. et al. (1983). The gains to bidding firms from merger. In *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 121-139.
10. BAKER, M. et al. (2012). The effect of reference point prices on mergers and acquisitions. In *Journal of Financial Economics*, 106(1), 49-71.
11. BALDWIN, J. (1995). Productivity growth, plant turnover and restructuring in the Canadian manufacturing sector.
12. BATSAKIS, Georgios, et al. International diversification and firm performance in the post-acquisition period: A resource dependence perspective. *Journal of Business Research*, 2018, 93: 151-159.
13. BILLETT, M. T. et al. (2004). Bondholder wealth effects in mergers and acquisitions: New evidence from the 1980s and 1990s. In *Journal of Finance*, 59(1), 107-135.
14. BIRKINSHAW, J. et al. (2000). Managing the post- acquisition integration process: How the human iintegration and task integration processes interact to foster value creation. In *Journal of management studies*, 37(3), 395-425.
15. BLAKE, D. (1995). Analýza finančních trhů. 1. vyd. Praha : In *Grada Publishing*, 1995. 623 s. ISBN 8071692018.

16. BRADLEY, M. et al. (1988). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. In *Journal of financial Economics*, 21(1), 3-40.
17. BRAGGION, F. et al. (2012). From Competition to Cartel: Bank Mergers in the UK 1885 to 1925. In *Tilburg University*.
18. CAMPA, J. M., HERNANDO, I. (2004). Shareholder value creation in European M&As. In *European financial management*, 10(1), 47-81.
19. CARNEY, W. J. (2009). Mergers and acquisitions. In *Aspen Publishers Online*.
20. CARTWRIGHT, S., COOPER, C. L. (2012). Managing Mergers Acquisitions and Strategic Alliances. In *Routledge*.
21. COHEN, W. B. et al. (2003). An improved strategy for regression of biophysical variables and Landsat ETM+ data. In *Remote Sensing of Environment*, 84(4), 561-571.
22. COYLE, B. (2000). Mergers and acquisitions. In *Global Professional Publishi*.
23. DANZON, P. M. et al. (2007). Mergers and acquisitions in the pharmaceutical and biotech industries. In *Managerial and Decision Economics*, 28(4-5), 307-328.
24. DATTA, D. (1991). Organizational fit and acquisition performance: Effects of post-acquisition integration. In *Mergers and Acquisitions A Critical Reader*, 53-69.
25. DAVIS, D. A. (2012). M&A Integration: How To Do It. Planning and delivering M&A integration for business success. In *John Wiley & Sons*.
26. DEPAMPHILIS, D. (2009). Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions. In *Academic Press*.
27. DEYOUNG, R. et al. (2009). Mergers and acquisitions of financial institutions: a review of the post-2000 literature. In *Journal of Financial services research*, 36(2-3), 87-110.
28. DICKERSON, A. P. et al. (1997). The impact of acquisitions on company performance: Evidence from a large panel of UK firms. In *Oxford Economic Papers*, 49(3), 344-361.
29. DICKERSON, A. P., et al. (1997). The impact of acquisitions on company performance: Evidence from a large panel of UK firms. In *Oxford economic papers*, 49(3), 344-361.
30. DODD, P., RUBACK, R. (1977). Tender offers and stockholder returns: An empirical analysis. In *Journal of financial economics*, 5(3), 351-373.

31. DONG, M. et al. (2006). Does investor misvaluation drive the takeover market? In *Journal of Finance*, 61(2), 725-762.
32. DUYGAN-BUMP, B. et al. (2015). Financing constraints and unemployment: Evidence from the Great Recession. In *Journal of Monetary Economics*, 75, 89-105.
33. ECKBO, B. E. (1983). Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth. In *Journal of financial Economics*, 11(1-4), 241-273.
34. FALKNER, D. et al. (2012). *The handbook of mergers and acquisitions*. In Oxford University Press.
35. FERNANDES, R., LEBLANC, S. G. (2005). Parametric (modified least squares) and non-parametric (Theil–Sen) linear regressions for predicting biophysical parameters in the presence of measurement errors. In *Remote Sensing of Environment*, 95(3), 303-316.
36. FILIPPELL, M. A. (2010). Mergers and Acquisitions Playbook: Lessons from the Middle-market Trenches (Vol. 3). In John Wiley & Sons.
37. FOODY, G. M. (2004). Spatial nonstationarity and scale-dependency in the relationship between species richness and environmental determinants for the sub-Saharan endemic avifauna. In *Global Ecology and Biogeography*, 13(4), 315-320.
38. FOWLER, K. L., SCHMIDT, D. R. (1988). Tender offers, acquisitions, and subsequent performance in manufacturing firms. In *Academy of Management Journal*, 31(4), 962-974.
39. FRANKS, J. R., HARRIS, R. S. (1989). Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the UK experience 1955–1985. In *Journal of financial Economics*, 23(2), 225-249.
40. FURFINE, C. H., ROSEN, R. J. (2011). Mergers increase default risk. In *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 832-849.
41. GHOSH, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? In *Journal of corporate finance*, 7(2), 151-178.
42. GHOSH, A., JAIN, P. C. (2000). Financial leverage changes associated with corporate mergers. In *Journal of Corporate Finance*, 6(4), 377-402.
43. GRANT, James L. *Foundations of economic value added*. John Wiley & Sons, 2003.
44. GUGLER, K., KONRAD, K. A. (2002). Merger target selection and financial structure. In *University of Vienna and Wissenschaftszentrum Berlin (WZB)*.

45. GUISAN, A. et al. (2002). Generalized linear and generalized additive models in studies of species distributions: setting the scene. In *Ecological modelling*, 157(2-3), 89-100.
46. HAMILTON, R. T. (1989). Unemployment and business formation rates: reconciling time-series and cross-section evidence. In *Environment and Planning A*, 21(2), 249-255.
47. HARBOUR, Jerry L. *The basics of performance measurement*. Productivity Press, 2017.
48. HARFORD, J. (2005). What drives merger waves? In *Journal of financial economics*, 77(3), 529-560.
49. HEALY, P. M. et al. (1992). Does corporate performance improve after mergers? In *Journal of financial economics*, 31(2), 135-175.
50. HOLDERNESS, C. G., SHEEHAN, D. P. (1985). Raiders or saviors? The evidence on six controversial investors. In *Journal of Financial Economics*, 14(4), 555.
51. HOWSON, P. (2003). Due diligence: the critical stage in mergers and acquisitions. In *Gower Publishing, Ltd.*.
52. HOWSON, P. 2008. Checklists for due diligence. In *Gower Publishing, Ltd.*.
53. HUBBARD, N. (1999). Acquisition strategy and implementation. In *Purdue University Press*.
54. CHATTERJEE, S. (1986). Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms. In *Strategic management journal*, 7(2), 119-139.
55. IKEDA, K., DOI, N. (1983). The performances of merging firms in Japanese manufacturing industry: 1964-75. In *Journal of Industrial Economics*, 257-266.
56. JACOBSON, R. (1990). Unobservable effects and business performance. In *Marketing Science*, 9(1), 74-85.
57. JENSEN, M. C. (1987). The free cash flow theory of takeovers: A financial perspective on mergers and acquisitions and the economy.
58. KAPLAN, S. N. (2006). Mergers and acquisitions: A financial economics perspective. In *Prepared for the Antitrust Modernization Commission Economist's Roundtable on Merger Enforcement*, 1-17.
59. KIM, J. Y. J. et al. (2011). When firms are desperate to grow via acquisition: The effect of growth patterns and acquisition experience on acquisition premiums. In *Administrative science quarterly*, 56(1), 26-60.

60. KOHOUT, P. (2010). Investiční strategie pro třetí tisíciletí. 6. vyd. Praha : In *Grada*, 2010, 2010. 292 s. ISBN 9788024733159.
61. LA PORTA, R. et al. (1997). Legal determinants of external finance. In *Journal of finance*, 52(3), 1131-1150.
62. LAJOUX, A. R., ELSON, C. M. 2000. Art of M and A Due Diligence. In *McGraw Hill Professional*.
63. LARRABEE, David T.; VOSS, Jason A. *Valuation techniques: Discounted cash flow, earnings quality, measures of value added, and real options*. John Wiley & Sons, 2012.
64. LARSSON, R., FINKELSTEIN, S. (1999). Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization. In *Organization Science*, 10(1), 1-26.
65. LEHTO, E., BÖCKERMAN, P. (2008). Analysing the employment effects of mergers and acquisitions. In *Journal of Economic Behavior & Organization*, 68(1), 112-124.
66. LEWELLEN, W. G. (1971). A pure financial rationale for the conglomerate merger. In *The journal of Finance*, 26(2), 521-537.
67. LINDAMOOD, S. et al. (2007). Using the Survey of Consumer Finances: Some methodological considerations and issues. In *Journal of Consumer Affairs*, 41(2), 195-222.
68. MARTIN, John D.; PETTY, J. William. *Value based management: the corporate response to the shareholder revolution*. Oxford University Press, 2001.
69. MARTYNOVA, M., RENNEBOOG, L. (2008). Spillover of corporate governance standards in cross-border mergers and acquisitions. In *Journal of corporate finance*, 14(3), 200-223.
70. MILLER Jr, E. L. (2011). Mergers and acquisitions: a step-by-step legal and practical guide. In *John Wiley & Sons*.
71. MITCHELL, M. L., MULHERIN, J. H. (1996). The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. In *Journal of financial economics*, 41(2), 193-229.
72. MOELLER, S. B. et al. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. In *Journal of financial economics*, 73(2), 201-228.
73. MOELLER, T. (2005). Let's make a deal! How shareholder control impacts merger payoffs. In *Journal of Financial Economics*, 76(1), 167-190.

74. MOTIS, J. (2007). Mergers and Acquisitions Motives (No. 0730).
75. MUELLER, D. C. (1980). The determinants and effects of mergers: An international comparison (Vol. 24). In *Oelgeschlager, Gunn & Hain; Königstein/Ts.: Verlag A. Hain*.
76. MUELLER, D. C. (1986). Profits in the long run. In *Cambridge University Press*.
77. NEELY, Andy (ed.). *Business performance measurement: Unifying theory and integrating practice*. Cambridge University Press, 2007.
78. NETTER, J. et al. (2011). Implications of data screens on merger and acquisition analysis: A large sample study of mergers and acquisitions from 1992 to 2009. In *The Review of Financial Studies*, 24(7), 2316-2357.
79. NIELSEN, R. B., SEAY, M. C. (2014). Complex Samples and Regression-Based Inference: Considerations for Consumer Researchers. In *Journal of Consumer Affairs*, 48(3), 603-619.
80. NIELSEN, R. B. et al. (2009). Complex sample design effects and health insurance variance estimation. In *Journal of Consumer Affairs*, 43(2), 346-366.
81. ODED, Jacob; MICHEL, Allen. Reconciling DCF valuation methodologies. *Journal of Applied Finance*, 2007, 17.2: 21.
82. PABLO, A. L. (1994). Determinants of acquisition integration level: A decision-making perspective. In *Academy of management Journal*, 37(4), 803-836.
83. PARK, N. K. (2004). A guide to using event study methods in multi-country settings. In *Strategic Management Journal*, 25(7), 655-668.
84. PEARL, J., ROSENBAUM, J. (2013). Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers and acquisitions. In *John Wiley & Sons*.
85. PHILIPS, G. M., ZHDANOV, A. (2013). R&D and the Incentives from Merger and Acquisition Activity. In *The Review of Financial Studies*, 26(1), 34-78.
86. PICOT, G. (2002). Handbook of international mergers and acquisitions. In *Macmillan*.
87. POWELL, R. G., STARK, A. W. (2005). Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks. In *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 293-317.
88. RAMANA, Desiraju Venkata. Market value added and economic value added: Some empirical evidences. In: *8th Capital Markets Conference, Indian Institute of Capital Markets Paper*. 2005.

89. RAVENSCRAFT, D. J., SCHERER, F. M. (1989). The profitability of mergers. In *International journal of industrial organization*, 7(1), 101-116.
90. RAVENSCRAFT, D. J., SCHERER, F. M. (1989). The profitability of mergers. In *International journal of industrial organization*, 7(1), 101-116.
91. RHODES-KROPF, M., VISWANATHAN, S. (2004). Market valuation and merger waves. In *The Journal of Finance*, 59(6), 2685-2718.
92. RHODES-KROPF, M. et al. (2005). Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. In *Journal of Financial Economics*, 77(3), 561-603.
93. ROSENBLOOM, A. H. et al. (2010). Due diligence for global deal making: the definitive guide to cross-border mergers and acquisitions, joint ventures, financings, and strategic alliances (Vol. 8). In *John Wiley & Sons*.
94. ROSSI, S., VOLPIN, P. F. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. In *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277-304.
95. SAORÍN-IBORRA, M. C. (2008). Time pressure in acquisition negotiations: Its determinants and effects on parties' negotiation behaviour choice. In *International Business Review*, 17(3), 285-309.
96. SARSTEDT, M. et al. (2014). Partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM): A useful tool for family business researchers. In *Journal of Family Business Strategy*, 5(1), 105-115.
97. SERVAES, H. (1991). Tobin's Q and the Gains from Takeovers. In *The Journal of Finance*, 46(1), 409-419.
98. SHARMA, Anil K.; KUMAR, Satish. Economic value added (EVA)-literature review and relevant issues. *International journal of economics and finance*, 2010, 2.2: 200-220.
99. SHERMAN, A. J. (2010). Mergers and Acquisitions from A to Z. In *AMACOM Div American Mgmt Assn*.
100. SHIN, S. H., HANNA, S. D. (2017). Accounting for complex sample designs in analyses of the Survey of Consumer Finances. In *Journal of Consumer Affairs*, 51(2), 433-447.
101. SHLEIFER, A., VISHNY, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. In *Journal of financial Economics*, 70(3), 295-311.
102. SCHENK, E. J. J. (1999). Are international acquisitions a matter of strategy rather than wealth creation? In *ERASM Management Report*, (42-1999).

- 103.SINGH, H., MONTGOMERY, C. A. (1987). Corporate acquisition strategies and economic performance. In *Strategic Management Journal*, 8(4), 377-386.
- 104.STACHURSKI, John. *A primer in econometric theory*. Mit Press, 2016.
- 105.SZABO, B. (2016). Mergers & acquisitions review - financial advisors. In *Thomson Reuters*.
- 106.TRATWEIN, F. (1990). Merger motives and merger prescriptions. In *Strategic management journal*, 11(4), 283-295.
- 107.TRIVEDI, A. et al. (2013). A Study on Mergers & Acquisitions in Oil & Gas Sector in India and Their Impact on the Operating Performance and Shareholders' Wealth.
- 108.VAARA, E. 2003. Post-acquisition integration as sensemaking: glimpses of ambiguity, confusion, hypocrisy, and politicization. In *Journal of Management Studies*, 40(4), 859-894.
109. YOUNG, David. Economic value added: A primer for European managers. *European Management Journal*, 1997, 15.4: 335-343.