Akviziční hodnotová analýza
Akvizice & přeměny v České republice
Acquisition Value Analysis
Acquisitions & Mergers in the Czech Republic

Iveta Mackenzie [1]

ABSTRAKT

Studie se zabývá hodnocením úspěšnosti akvizic & přeměn. Shrnuje aktuální přístupy a poté představuje vlastní metodu hodnocení – akviziční hodnotovou analýzu. Akviziční hodnotová analýza hodnotí finanční výsledky participujících podniků ve střednědobém horizontu šesti let; měřena je dynamika přínosů / ztrát pro jednotlivé stakeholdery – vlastníky, věřitele, zaměstnance. Analyzovány jsou akvizice & přeměny, které proběhly v České republice v období 2007 – 2010. Prosperita vlastníků, zatímco ostatní stakeholdeři – věřitelé a zaměstnanci ztráceli, byla zjištěna převážně u cílových společností. Prosperita všech zájmových skupin – vlastníků, zaměstnanců i věřitelů byla zjištěna ve střednědobém horizontu zejména u podniků v roli akvizitora.

Klíčová slova: Akviziční hodnotová analýza;,Akvizice & přeměny; Strategický management

ABSTRACT

The study deals with assessing the success of mergers & acquisitions. First, it reviews current approaches to assessing the success of mergers & acquisitions. Next, a method Acquisition Value Analysis, is presented. Acquisition Value Analysis may be used for evaluating the financial results of participating companies in the medium term; it measures the dynamics of profits/ losses reported regarding individual stakeholders: owners, creditors, employees. By applying this method, the mergers & acquisitions realised in the Czech Republic in the period 2007 – 2010 were analysed. Primarily, owners of target companies were those who prospered most whereas other stakeholders – creditors and employees – experienced losses. All interest groups – owners, employees and creditors – were reported as prospering in the medium term, especially those related to the firms that acted as acquirers.

Key words: Acquisition Value Analysis; Mergers & Acquisitions; Strategic Management

JEL classification: G34, L25, M21

---

[1] Ing. Iveta Mackenzie, Ph.D.
Afiliace: Vysoká škola ekonomická, Fakulta podnikohospodářská, nám. Winstona Churchilla 4, 130 67 Praha 3, e-mail: imac.vse.cz@gmail.com, Česká republika
Affiliation: University of Economics, Faculty of Business Administration, W. Churchill Sq. 4, 130 67 Prague 3, e-mail: imac.vse.cz@gmail.com, Czech Republic

Úvod

Hodnocení úspěšnosti (výkonnosti) akvizic a přeměn je aktuálně náplní vědeckých studií i průzkumů nadnárodních poradenských společností. Posouzení přínosu / ztráty z transakce je v zásadě realizováno pohledem vlastníka, resp. hodnotou podniku. Podnik je nicméně dynamická entita, ve které dochází ke střetu zájmů několika zájmových skupin. Transakce, jako jsou akvizice & přeměny, jsou zdrojem dynamických změn v rozložení sil v podniku a tím i vlivu na přímé i nepřímé řízení této entity. Schválení akvizice & přeměny je v kompetenci nejvyššího orgánu společnosti, iniciátorem transakce však může být kdokoli ze zájmových skupin. Významnou specifickou skupinou jsou věřitelé a vrcholoví manažeři, které k iniciaci transakce velmi často vede touha po vlastních výhodách, jež pro ně z transakce vyplývají, více než racionální ekonomická kalkulace s výhledem zvyšující se hodnoty pro vlastníky. Pfeffer, Sutton (2006) a Brealey, Myers (2000) zmiňují individuální skryté motivy jedinců nebo skupin, které dokáží vzhledem ke svým kontaktům pro svůj záměr získat podporu valné hromady a poté získat z uskutečněné transakce profit zejména pro sebe.

Výzkumy zaměřené na výkonnost akvizic & přeměn zmiňují převážně neúspěšnost transakcí, kdy více než polovina z nich nedosahuje stanovených cílů prezentovaných akcionářům. Trend počtu transakcí celosvětově je ale dlouhodobě rostoucí, od počátku minulého století došlo k nárůstu ročních transakcí z řádu stovek na tisíce. V průběhu páté (1992-2002) a šesté (2003-2009) akviziční vlny počty ročních transakcí již atakovaly hranici deseti tisíc, k nárůstu došlo v Americe, Evropě, Asii i Austrálii (Gaughan, 2011). Je-li obliba transakcí stále rostoucí a výsledky hodnocení úspěšnosti spíše negativní, nabízí se otázka, zda přidaná hodnota transakce může být transferována v krátkodobém až střednědobém horizontu na jinou zájmovou skupinu. Cílem studie je aplikací vhodné metody zhodnotit přínosy / ztráty z realizace akvizice & přeměny, a to v členění přínosů / ztrát pro jednotlivé zájmové skupiny – vlastníky, věřitele, zaměstnance.

Rešerše metod hodnocení akvizic & přeměn

Studie zaměřující se na problematiku akvizic & přeměn jsou zejména od amerických a anglických autorů, následují autoři čínští, němečtí a francouzští, a to zejména v časopisech: Journal of Finance, Journal of Competition Law and Economics, Strategic Management Journal, Journal of Corporate Finance, Rewiew of Industrial Organization, Journal of Financial Economics, Journal of Banking and Finance. Většina studií se týká rozvinutých ekonomik, studie z rozvíjejících se ekonomik jsou ojedinělé. Zaměření je zejména na přeshraniční transakce, transakce národní jsou autory analyzovány podstatně méně (Achim, 2015).

Studie vesměs používají metody tržního ocenění - Bhagat, Malhotra, Zhu (2011), Chen, Young (2010), Gubbi, Aulakh, Sarkar, Chittoor (2010), Soongswang (2010). Jde víceméně o empirické výzkumy, které se zaměřují na hodnocení úspěšnosti (výkonnosti) v krátkodobém horizontu, tj. 2 až 5 denního rozpětí změny cen akcií před a po transakci. Nejběžnějším přístupem měření je kumulativní abnormální výnos (CAR) a kumulativní průměrný abnormální výnos (CAAR). Výsledky výzkumů – např. Boateng, Wang, Yang (2008), Goddard, Molyneux, Zhou (2011) ukazují na pozitivní dopad na akcie akvizitora. Studie orientující se na výnosy akcií v dlouhodobém horizontu 5 let po oznámení transakce jsou zastoupeny podstatně méně. Oblíbenou, ač některými autory – např. Antoniou, Philippe, Huainan (2006) kritizovanou metodou, je metoda Buy-and-hold abnormal return (BHAR). Mezi nejoblíbenější benchmark modely patří Capital Asset Pricing Model (CAPM) a Market Model. Bhagat,

Malhotra, Zhu (2011) a Soongswang (2010) ukazují v dlouhodobém horizontu pozitivní dopad transakcí na akcionáře cílových firem.

Studie využívající účetní přístup, ať už na majetkovém či výnosovém principu, se objevují spíše výjimečně. Účetní přístup je použit ve studiích autorů: Martynova, Renneboog (2008), Wu, Xie (2010), Bertrand (2011). Tyto studie používají k vyhodnocení výkonnosti transakcí vybrané finanční ukazatele. Výhodou účetního přístupu v porovnání s tržními modely je jednoduchost aplikace, naopak nevýhodou jsou překážky v komparaci vzhledem k rozdílnosti v účetních standardech a možnostech manipulace s účetními daty (Cavusgi, Dykes, Griffith, Hult, Hamman, Chabowski, Ketchen, Pollitte, 2008).

V poslední době se objevují studie postavené na hodnocení pohledem manažerů – Rui, Yip (2008), Deng (2009). Dotazníková šetření oslovující vrcholové manažery jsou zaměřena na hodnocení průběhu a výsledku realizované transakce. Úspěch / neúspěch je na subjektivním posouzení tazatele, kdy hodnocení je ovlivněno přednastavením očekávaných přínosů. Schoenberg (2006) upozorňuje v souvislosti s touto metodou na subjektivní zaujatost. Někteří autoři – např. Meglio, Risberg (2011) se zmiňují o tom, že každá akvizice & přeměna je jedinečná a komparace výsledků v rámci různých typologií nemá význam.

Aktuálně používané metody hodnocení úspěšnosti akvizic & přeměn i přes poměrně širokou škálu výběru mají svá omezení. Metody tržního ocenění jsou aplikovatelné pouze pro podniky veřejně obchodovatelné na kapitálových trzích a zaměřují se především na krátkodobá hodnocení v souvislosti s oznámením transakce. Výsledky dávají informaci o růstu / snížení hodnoty tržní ceny akcie, tj. hodnoty pro vlastníky. Pro podniky neobchodované na kapitálových trzích přicházejí v úvahu metody majetkové a výnosové. Komparace výsledků na mezinárodní úrovni je však problematická vzhledem k rozdílnosti v účetních standardech. U výnosových metod navíc přibývá problém diskontní míry, jež je jejich stěžejním vstupním parametrem. Diskontní míra je dána průměrnými náklady kapitálu, které se u jednotlivých podniků liší. Porovnání výsledné hodnoty tak není objektivní. Majetkové metody i metody tržního ocenění se zaměřují na hodnotu pro vlastníky. Manažerský přístup, který je aktuálně velmi oblíbený zejména v průzkumech nadnárodních poradenských společností, v sobě nese vysokou míru subjektivity. Metoda umožňující náhled na výsledek transakce z pohledu jednotlivých zájmových skupin nebyla dohledána.

Zdroje dat a metodika

Datový vzorek vychází z databáze Zephyr (Bureau van Dijk, 2013), která shromažďuje informace o počtech transakcí celosvětově a současně poskytuje informace k dohledání finančních výsledků firem v pre-transakčním i post-transakčním období. Analyzovány jsou všechny transakce nad 50 %, které byly realizovány v České republice v letech 2007, 2008, 2009, 2010. Studie hodnotí finanční výsledky participujících subjektů v časové ose šesti let; dva roky před transakcí, rok transakce a tři roky po transakci, tzn. celkem je hodnoceno období 2005 – 2013. Ze základního souboru přibližně 400 transakcí byly v první fázi vyřazeny transakce firem, u kterých nebylo možné dohledat finanční výsledky za celé šestileté období, ve druhé fázi pak vzhledem k možnému zkreslení výsledků také ty, jejichž jedinou motivací bylo ukončení činnosti cílové společnosti s cílem uplatnit daňovou ztrátu akvizitorem. Po této selekci bylo přistoupeno k hodnocení celkem 89 transakcí. Akvizice & přeměny jsou hodnoceny celkově i v rozlišení role, ve které subjekty do transakce vstupovaly, tj. role akvizitora a cílové společnosti. Akvizitor je účastník transakce, ve které v rámci sloučení se s dalším subjektem je jeho role řídící a dále pokračuje ve své činnosti pod stejnou právní subjektivitou. Do skupiny akvizitor jsou začleněny i oba účastníci fúze splynutím, kdy není

určena řídící role. Cílová společnost je účastník transakce, který transakcí ztrácí vlastní právní subjektivitu a stává se součástí akvizitora; při hodnocení jsou v pre-transakčním období hodnoceny výsledky cílové společnosti, v post-transakčním období výsledky akvizitora. V rámci akvizice je cílová společnost subjekt, nad kterým transakcí získává řídící vliv jiná osoba.

Pro dosažení cíle výzkumu byly stanoveny dvě následující hypotézy:

- Hypotéza H1: *„Vlastnicky neúspěšná akvizice & přeměna nemusí být neúspěšná i pro ostatní zájmové skupiny – vlastníky, zaměstnance.“* Hypotéza H1 byla stanovena na základě toho, že trend transakcí je kontinuálně rostoucí navzdory tomu, že většina transakcí je hodnocena jako vlastnicky neúspěšná.
- Hypotéza H2: *„Úspěšný post-transakční vývoj pro všechny zájmové skupiny současně je častější u firem účastnících se transakce v roli akvizitora.“* Hypotéza H2 vychází z předpokladu, že role akvizitora je v rámci transakce role řídící a motivací k transakci je investiční příležitost, která má přinést zvýšení výnosů pro podnik jako celek.

Akviziční hodnotová analýza

Pro naplnění cíle studie byl vytvořen vlastní soubor šesti ekonomických ukazatelů roztříděných do tří podsouborů, každý reprezentující hodnotu jedné zájmové skupiny: hodnotu pro vlastníky, hodnotu pro věřitele, hodnotu pro zaměstnance. Jednotlivé variace kombinací ukazatelů tvoří pět výsledných tříd. Výsledná metoda, v detailu popsaná níže, byla autorkou nazvána Akviziční hodnotová analýza.

Hodnota pro jednotlivé stakeholdery je definována vždy dvěma ekonomickými ukazateli, každý ukazatel má stejnou váhu. Ekonomické ukazatele jsou za pomoci indexů bazických a řetězových porovnávány v čase. Pro zařazení do příslušné kategorie vytvořené škály hodnocení zvýšení / snížení hodnoty musí splňovat definovaná kritéria oba ukazatele současně a bezpodmínečně. Hodnota pro jednotlivé zájmové skupiny je definována následovně:

- ***Hodnota pro vlastníky***
  - ROE: rentabilita vlastního kapitálu vyjadřující výnos investovaného kapitálu,
  - EBITDA: zisk před úroky, zdaněním a odpisy jako indikátor provozní výkonnosti podniku.

  Změna hodnoty pro vlastníky je definována:
  - *zvýšení hodnoty* (↑_↑)
    - ROE: trend ukazatele je v post-transakčním období převážně rostoucí a současně průměrná hodnota ukazatele v post-transakčním období je minimálně o 2 % vyšší než v období pre-transakčním,
    - EBITDA: trend ukazatele je v post-transakčním období převážně rostoucí a současně průměrná hodnota ukazatele v post-transakčním období je vyšší než průměrná hodnota v období pre-transakčním,
  - *beze změny* (--)
    - ROE: trend ukazatele je v post-transakčním období proměnlivý a současně průměrná hodnota ukazatele v post-transakčním období je o 0 % – 2 % vyšší než v období pre-transakčním,
    - EBITDA: trend ukazatele je v post-transakčním období proměnlivý a současně průměrná hodnota ukazatele v post-transakčním období je přibližně stejná jako průměrná hodnota v období pre-transakčním,
  - *snížení* hodnoty (↓_↓)

- ROE: trend ukazatele je v post-transakčním období převážně klesající a současně průměrná hodnota ukazatele v post-transakčním období je nižší než v období pre-transakčním,
- EBITDA: trend ukazatele je v post-transakčním období převážně klesající a současně průměrná hodnota ukazatele v post-transakčním období je nižší než v období pre-transakčním.

- ***Hodnota pro věřitele***

  - nákladový úrok vyjadřující z pohledu věřitele roční výnos z investovaného kapitálu,
  - dlouhodobé zadlužení vyjadřující z pohledu věřitele absolutní aktuální výši investice.

Změna hodnoty pro věřitele je definována následovně:

- *zvýšení hodnoty* (↑_↑)
  - úrok: průměrná hodnota ukazatele v post-transakčním období je vyšší než v období pre-transakčním a současně
  - absolutní hodnota investovaného kapitálu je v roce transakce vyšší než v pre-transakčním období – v době transakce dojde ke zvýšení dlouhodobého zadlužení firmy,
- *beze změny* (--)
  - úrok: průměrná hodnota ukazatele v post-transakčním období je přibližně stejná jako v období pre-transakčním a současně
  - absolutní hodnota investovaného kapitálu je v roce transakce přibližně stejná, nebo nižší jako v pre-transakčním období – v době transakce nedojde ke zvýšení dlouhodobého zadlužení firmy,
- *snížení* hodnoty (↓_↓)
  - úrok: průměrná hodnota ukazatele v post-transakčním období je nižší než v období pre-transakčním a současně
  - absolutní hodnota investovaného kapitálu je v roce transakce přibližně stejná, nebo nižší jako v pre-transakčním období – v době transakce nedojde ke zvýšení dlouhodobého zadlužení firmy.

- ***Hodnota pro zaměstnance***

  - průměrná mzda vyjadřující průměrnou roční mzdu zaměstnanců,
  - počet zaměstnanců vyjadřující absolutní počet ke konci každého kalendářního roku.

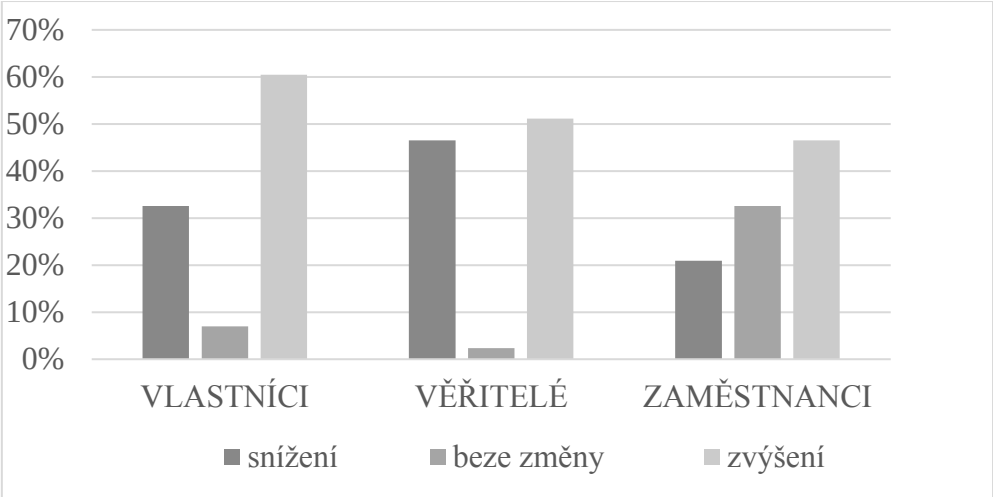
Změna hodnoty pro zaměstnance je definována následovně:

- *zvýšení hodnoty* (↑_↑):
  - průměrná mzda: trend ukazatele v post-transakčním období je převážně rostoucí a současně průměrná hodnota ukazatele v post-transakčním období je vyšší minimálně o 3 % než v období pre-transakčním,
  - počet zaměstnanců: řetězový index v post-transakčním období je vyšší než 1,
- *beze změny* (--):
  - průměrná mzda: trend ukazatele je v post-transakčním období proměnlivý a současně průměrná hodnota ukazatele v post-transakčním období je o 0 % – 3 % vyšší než v období pre-transakčním,
  - počet zaměstnanců: řetězový index v post-transakčním období je vyšší než 0,95,
- *snížení* hodnoty (↓_↓)
  - průměrná mzda: trend ukazatele je v post-transakčním období převážně klesající a současně průměrná hodnota ukazatele v post-transakčním období je nižší než v období pre-transakčním,
  - počet zaměstnanců: řetězový index v post-transakčním období je nižší než 0,95.

Akviziční hodnotová analýza měří přínos / ztrátu hodnoty pro každou zájmovou skupinu jednotlivě i dohromady. Pro posouzení přínosů / ztrát jednotlivě je definována, jak je výše uvedeno, hodnota pro vlastníky, hodnota pro zaměstnance a hodnota pro věřitele. Pro hodnocení úspěšnosti transakcí, tj. v různých variantách kombinací přínosů / ztrát pro jednotlivé zájmové skupiny, vytváří pět tříd.

- **Transakce všeobecně úspěšná**: v post-transakčním období došlo ke zvýšení hodnoty pro všechny zájmové skupiny – vlastníky, věřitele i zaměstnance, event. zvýšení hodnoty pro vlastníky a jednoho ze stakeholderů a hodnota dalšího stakeholdera zůstává nezměněna.
- **Transakce vlastnicky úspěšná**: v post-transakčním období došlo ke zvýšení hodnoty pro vlastníky, hodnota pro ostatní stakeholdery může být zvýšena, snížena i nezměněna.
- **Transakce neutrální**: v post-transakčním období nedošlo k žádné změně hodnoty pro vlastníky, u věřitelů a zaměstnanců dochází ke zvýšení, nebo snížení hodnoty, a to ke zvýšení / snížení u obou, nebo v kombinaci.
- **Transakce úspěšná pro stakeholdery**: v post-transakčním období došlo ke snížení hodnoty pro vlastníky, ale zvýšení hodnoty pro věřitele a zaměstnance, a to zvýšení u obou stakeholderů, nebo v kombinaci – jeden snížení a druhý zvýšení.
- **Transakce všeobecně neúspěšná**: v post-transakčním období došlo ke snížení hodnoty pro vlastníky a současně ke snížení hodnoty pro věřitele a zaměstnance.

Obr. 1: Akvizice & přeměny: zisk/ztráta pro stakeholdery

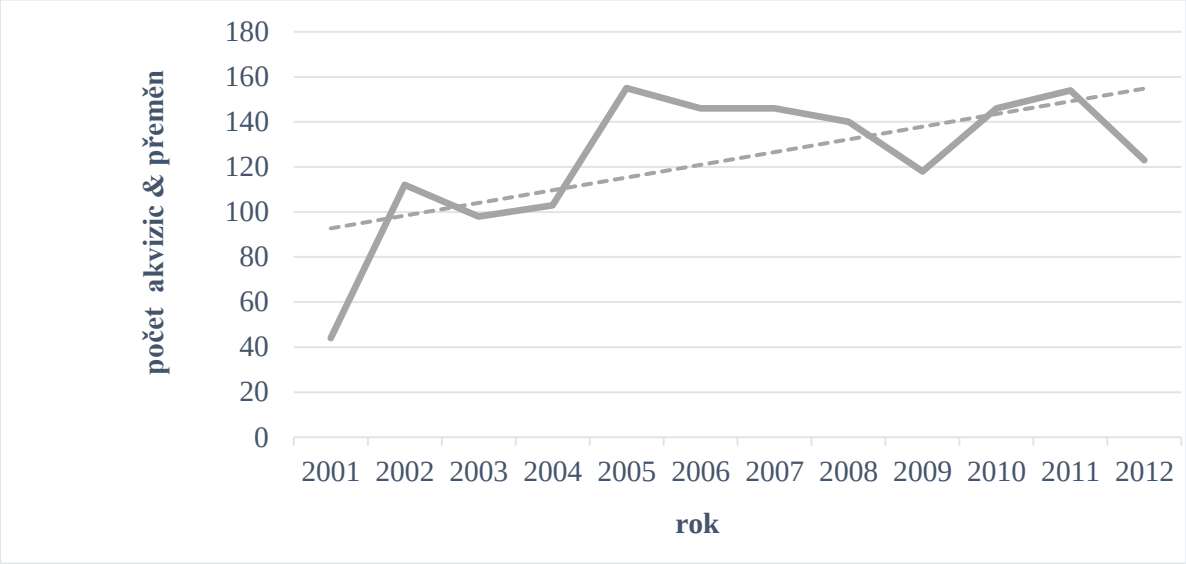


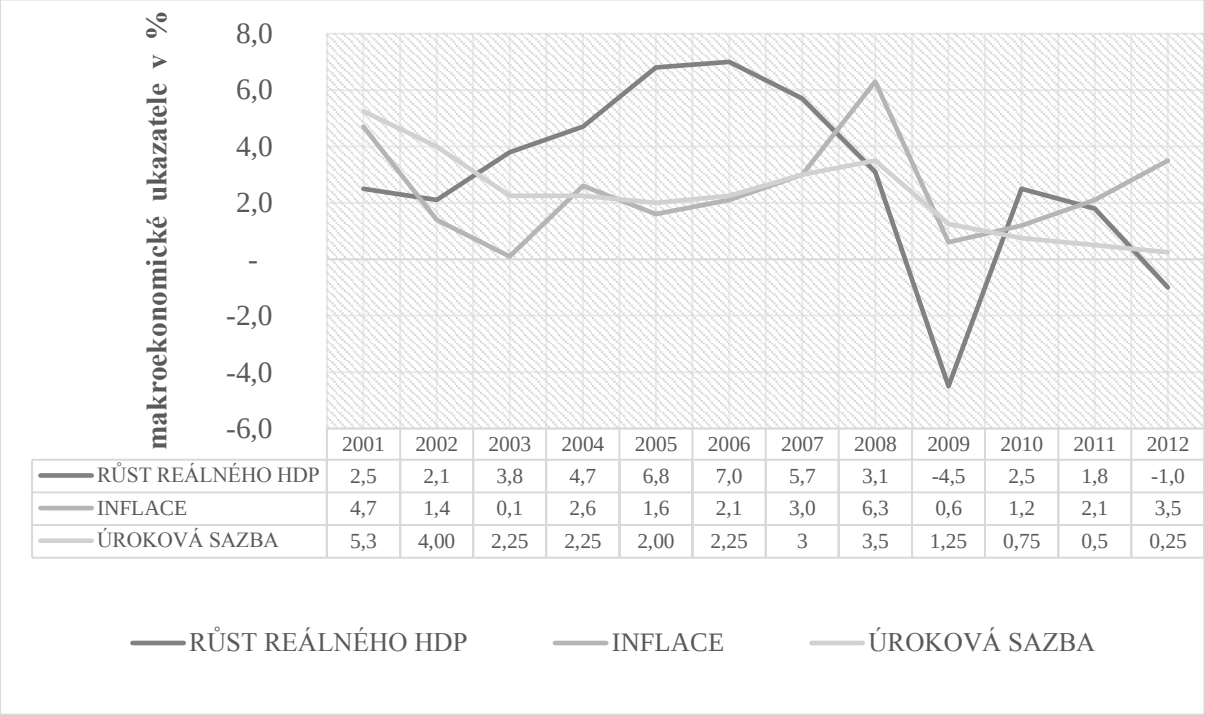
Zdroj: Zdroj: Databáze Zephyr a Obchodní rejstřík, vlastní zpracování

Akvizice & přeměny v České republice dle zájmových skupin

Akvizice & přeměny realizované v období 2007, 2008, 2009, 2010, jejichž hodnocení probíhalo vždy v šestiletém období, měly pro jednotlivé zájmové skupiny – vlastníky, věřitele, zaměstnance následující dopady: vlastníkům přineslo 60 % transakcí zvýšení hodnoty (zvýšení ROE a EBITDA), 33 % transakcí ztrátu hodnoty, v 7 % nedošlo k výrazné změně výsledků. Věřitelům přineslo vyšší zisky 51 % transakcí (zvýšení výnosů z poskytnutého kapitálu), ve 49 % došlo ke snížení, ve 2 % nedošlo k výrazné změně ukazatelů. Zaměstnancům přineslo 47 % transakcí zlepšení podmínek (zvýšení mzdy, růst počtu zaměstnanců), ke zhoršení postavení zaměstnanců došlo ve 21 % transakcí, ve 33 % nedošlo ke změně (Obr. 1).

Obr. 2: Vývoj akviziční aktivity a makroekonomických ukazatelů v ČR (2001 -2012)





	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
RŮST REÁLNÉHO HDP	2,5	2,1	3,8	4,7	6,8	7,0	5,7	3,1	-4,5	2,5	1,8	-1,0
INFLACE	4,7	1,4	0,1	2,6	1,6	2,1	3,0	6,3	0,6	1,2	2,1	3,5
ÚROKOVÁ SAZBA	5,3	4,00	2,25	2,25	2,00	2,25	3	3,5	1,25	0,75	0,5	0,25

Zdroj: Databáze Zephyr, Eurostat, The World Bank, vlastní zpracování

Vysoké procento transakcí (60 %) přinášejících hodnotu pro vlastníky lze vysvětlit skutečností, že se jednalo o relativně malé transakce, které proběhly výhradně v České republice a účastníky byly zejména české firmy s českými zaměstnanci; zcela tak odpadají problémy integrace odlišné kultury a firemní komunikace. Určitý pozitivní vliv mohlo mít i načasování transakcí. Akvizice & přeměny proběhly v letech 2007 – 2010, tj. v období největší recese české ekonomiky (Obr. 2), což pro pozitivní budoucí post-transakční vývoj mohlo být ideálním obdobím. Firmy realizující transakci kolem „dna ekonomiky“ aktuální

nepříznivé vnější podmínky přetransformovaly do budoucí konkurenční výhody, kdy si transakcí upevnily postavení na trhu a poté zlepšily ekonomické výsledky.

Akvizice & přeměny v České republice dle role vstupu do transakce

V rámci hodnocení výsledků dle role, ve které do transakce jednotlivé subjekty vstupují, je nutno uvažovat charakteristiku obou skupin a současně jejich motivaci. V hodnocené skupině akvizitor jsou zahrnuty podniky, jež mají v rámci transakce vůdčí úlohu; k transakci přistupují jako k růstové investiční příležitosti. Realizací přeměny se jejich součástí stává nový subjekt – cílová společnost. V hodnocené skupině cílová společnost jsou zahrnuty podniky, které se v rámci přeměny stávají součástí firmy akvizitora, pod jejíž právní subjektivitou poté dále společně fungují. Subjekty vstupující do přeměny v roli cílové společnosti tak přijímají podřízenou roli. Motivací není růstová příležitost, ale zejména příležitost ke zlepšení výkonnosti, sdílení distribučních cest a úspory administrativních a marketingových nákladů. V případě akvizice jde o podniky, u nichž došlo ke změně majoritního vlastníka, který přistupuje k transakci jako k jakékoli jiné investici s motivací růstu a rozšíření portfolia produktů. V rámci rozhodování o transakci jsou rozhodovacími faktory: cena podílu nebo balíku akcií a výše úrokových sazeb pro financování transakce dluhem (využití finanční páky).

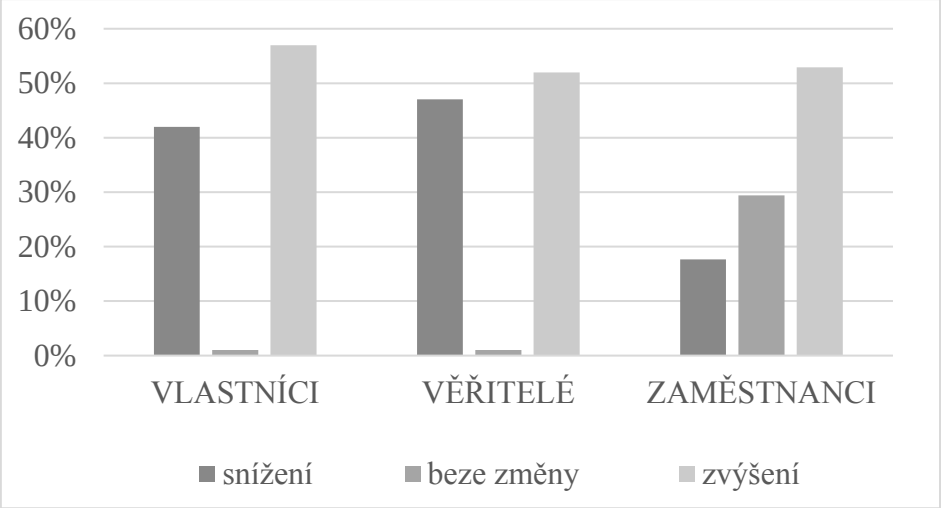
U podniků v roli *akvizitora* došlo ke zvýšení hodnoty pro vlastníky v 57 %, naopak ke ztrátě hodnoty ve 42 %, u 1 % nedošlo ke změnám výsledků (Obr. 3). U podniků v roli *cílové společnosti* došlo ke zvýšení hodnoty pro vlastníky v 65 %, ke snížení ve 23 %, ve 12 % byly výsledky srovnatelné s pre-transakčním obdobím (Obr. 4). Z výše uvedeného vyplývá, že vlastníkům v pozici cílové společnosti přinesla transakce zvýšení hodnoty častěji než vlastníkům v pozici akvizitora. Porovnáme-li přínos / ztrátu hodnoty pro věřitele a zaměstnance u akvizitora s přínosem / ztrátou hodnoty pro věřitele a zaměstnance cílové společnosti, výsledky jsou víceméně shodné, pouze zaměstnanci firem v roli akvizitora získávají více než zaměstnanci firem v roli cílové společnosti (Obr. 3 a 4).

Shrneme-li výše uvedené, výsledky hodnocení finančních ukazatelů pre-transakčního a post-transakčního období v členění na akvizitora a cílovou společnost, které ukazují častější zvýšení hodnoty pro vlastníky u cílových společností, nejsou překvapivé a plynou právě z rozdílného výchozího postavení a z toho plynoucí rozdílné motivace k transakci.

Akvizice & přeměny v České republice - maticové hodnocení zájmových skupin

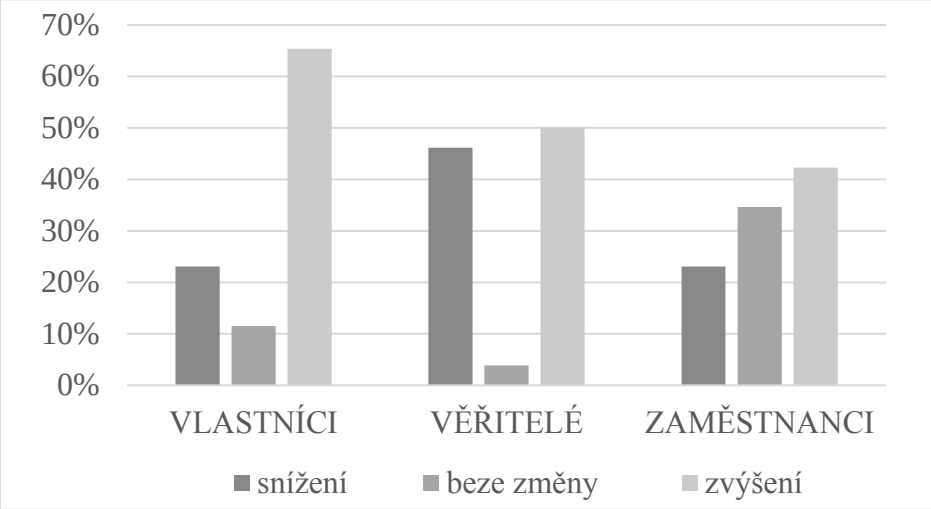
Transakce přinášející zvýšení hodnoty pro vlastníky ne vždy přináší pozitivní vývoj pro ostatní zájmové skupiny podniku, bez ohledu na to, zda hodnotíme zájmovou skupinu v roli akvizitora či cílové společnosti. Akvizice & přeměny, které přinesly zvýšení hodnoty pro vlastníky (60 % z celkového počtu), byly přínosem pro ostatní stakeholdery pouze přibližně v polovině případů; konkrétně pro věřitele v 54 %, pro zaměstnance pouze ve 42 %. Akvizice & přeměny, které přinesly vlastníkům snížení hodnoty (33 % z celkového počtu), byly v 50 % přínosem pro věřitele a v 50 % přínosem pro zaměstnance (Tab. 1).

Obr. 3: Akvizitor: zisk / ztráta pro stakeholdery



Zdroj: Databáze Zephyr a Obchodní rejstřík, vlastní zpracování

Obr. 4: Cílová společnost: zisk / ztráta pro stakeholdery



Zdroj: Databáze Zephyr a Obchodní rejstřík, vlastní zpracování

Tab. 1: Akvizice & přeměny: zisk / ztráta stakeholderů v případě zisku vlastníků

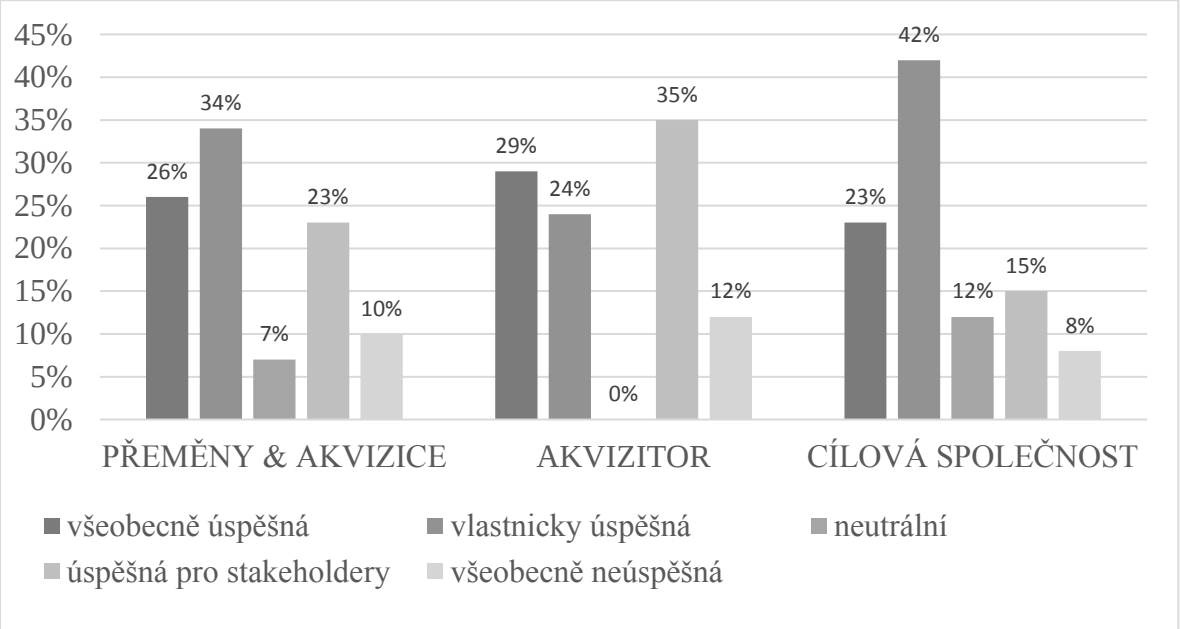
		VĚŘITELÉ			ZAMĚSTNANCI		
		↑	*	↓	↑	*	↓
VLASTNÍCI	↑ zvýšení	54 %	4 %	42 %	42 %	31 %	27 %
	* beze změny	33 %	0 %	67 %	67 %	0 %	33 %
	↓ snížení	50 %	0 %	50 %	50 %	43 %	7 %

Zdroj: Databáze Zephyr a Obchodní rejstřík, vlastní zpracování

Hodnotíme-li přínosy / ztráty v kombinaci jednotlivých zájmových skupin v souladu s principy akviziční hodnotové analýzy, jsou výsledky následující (Obr. 5, Tab. 2):

- ***všeobecně úspěšná:*** celkem jde o 26 % z celkového počtu realizovaných akvizic & přeměn; u podniků v roli akvizitora 29 % transakcí, v roli cílové společnosti 23 %,
- ***vlastnicky úspěšná:*** celkem jde o 34 % z celkového počtu realizovaných akvizic & přeměn; v roli akvizitora 24 %, v roli cílové společnosti 42 %,
- ***neutrální:*** celkem jde o 7 % z celkového počtu realizovaných akvizic & přeměn; v roli akvizitora 0 % transakcí, v roli cílové společnosti 12 %,
- ***úspěšná pro stakeholdery:*** celkem jde o 23 % z celkového počtu realizovaných akvizic & přeměn; v roli akvizitora 35 % transakcí, v roli cílové společnosti 15 %,
- ***všeobecně neúspěšná:*** celkem jde o 10 % z celkového počtu realizovaných akvizic & přeměn; v roli akvizitora 12 %, v roli cílové společnosti 8 %.

Obr. 5: Akvizice & přeměny v České republice v období 2007-2010



Zdroj: Databáze Zephyr a Obchodní rejstřík, vlastní zpracování

Všeobecně úspěšných transakcí, tj. těch, které přinášejí zvýšení hodnoty pro všechny zúčastněné skupiny podniku, bylo v celkovém součtu pouze 26 %. V případě hodnocení přínosů výhradně pro vlastníky, bez ohledu na to, jak v post-transakčním období profitovali další stakeholdeři – věřitelé a zaměstnanci, jde o 60 %. Zvýšení hodnoty pro všechny zájmové skupiny bylo zjištěno více u podniků v roli akvizitora – ve 29 %, na rozdíl od podniků v roli cílové společnosti, kde se jednalo pouze o 23 % transakcí. Při klasickém hodnocení přínosů / ztráty pouze pro vlastníky byly úspěšnější firmy v roli cílové společnosti. Výsledky výzkumu ukazují, že podniky v roli akvizitora v rámci přeměny, tedy podniky, jež rostou organicky (interně) zajišťují prosperitu všech zájmových skupin (vlastníků, zaměstnanců a věřitelů) lépe, než podniky iniciující akvizici, tedy podniky, jež rostou anorganicky (externě). Podniky vstupující do akvizice nebo ty, jež jsou v podřízeném postavení v rámci přeměny, přinášejí zvýšení hodnoty zejména vlastníkům, zatímco další zájmové skupiny – věřitelé a zaměstnanci ztrácí, nebo v lepším případě nedochází u nich ke změně.

Tab. 2: Akvizice & přeměny v České republice v období 2007 – 2010 dle přínosu / ztráty pro jednotlivé zájmové skupiny: vlastníky, věřitele, zaměstnance

AKVIZICE & PŘEMĚNY		AKVIZITOR		CÍLOVÁ SPOLEČNOST	
VŠEOBECNĚ ÚSPĚŠNÁ	**26 %**	**VŠEOBECNĚ ÚSPĚŠNÁ**	**29 %**	**VŠEOBECNĚ ÚSPĚŠNÁ**	**23 %**
VLA_↑; VER_↑ ; ZAM_↑	19 %	VLA_↑; VER_↑ ; ZAM_↑	29%	VLA_↑; VER_↑ ; ZAM_↑	12 %
VLA_↑; VER_↑ ; ZAM_*	5 %	VLA_↑; VER_↑ ; ZAM_*	0 %	VLA_↑; VER_↑ ; ZAM_*	8 %
VLA_↑; VER_* ; ZAM_↑	2 %	VLA_↑; VER_* ; ZAM_↑	0 %	VLA_↑; VER_* ; ZAM_↑	4 %
VLASTNICKY ÚSPĚŠNÁ	**34 %**	**VLASTNICKY ÚSPĚŠNÁ**	**24 %**	**VLASTNICKY ÚSPĚŠNÁ**	**42 %**
VLA_↑; VER_↑ ; ZAM_↓	9 %	VLA_↑; VER_↑ ; ZAM_↓	0 %	VLA_↑; VER_↑ ; ZAM_↓	15 %
VLA_↑; VER_↓ ; ZAM_↑	5 %	VLA_↑; VER_↓ ; ZAM_↑	0 %	VLA_↑; VER_↓ ; ZAM_↑	8 %
VLA_↑; VER_↓ ; ZAM_*	13 %	VLA_↑; VER_↓ ; ZAM_*	12 %	VLA_↑; VER_↓ ; ZAM_*	15 %
VLA_↑; VER_↓ ; ZAM_↓	7 %	VLA_↑; VER_↓ ; ZAM_↓	12 %	VLA_↑; VER_↓ ; ZAM_↓	4 %
NEUTRÁLNÍ	**7 %**	**NEUTRÁLNÍ**	**0 %**	**NEUTRÁLNÍ**	**12 %**
VLA_*; VER_↑ ; ZAM_↑	2 %	VLA_*; VER_↑ ; ZAM_↑	0 %	VLA_*; VER_↑ ; ZAM_↑	4 %
VLA_*; VER_↓ ; ZAM_↑	2 %	VLA_*; VER_↓ ; ZAM_↑	0 %	VLA_*; VER_↓ ; ZAM_↑	4 %
VLA_*; VER_↓ ; ZAM_↓	2 %	VLA_*; VER_↓ ; ZAM_↓	0 %	VLA_*; VER_↓ ; ZAM_↓	4 %
ÚSPĚŠNÁ PRO STAKEHOLDERY	**23 %**	**ÚSPĚŠNÁ PRO STAKEHOLDERY**	**35 %**	**ÚSPĚŠNÁ PRO STAKEHOLDERY**	**15 %**
VLA_↓; VER_↑ ; ZAM_↑	9 %	VLA_↓; VER_↑ ; ZAM_↑	12 %	VLA_↓; VER_↑ ; ZAM_↑	8 %
VLA_↓; VER_↑ ; ZAM_*	5 %	VLA_↓; VER_↑ ; ZAM_*	6 %	VLA_↓; VER_↑ ; ZAM_*	4 %
VLA_↓; VER_↑ ; ZAM_↓	2 %	VLA_↓; VER_↑ ; ZAM_↓	6 %	VLA_↓; VER_↑ ; ZAM_↓	0 %
VLA_↓; VER_↓ ; ZAM_↑	7 %	VLA_↓; VER_↓ ; ZAM_↑	12 %	VLA_↓; VER_↓ ; ZAM_↑	4 %
NEÚSPĚŠNÁ	**10 %**	**NEÚSPĚŠNÁ**	**12 %**	**NEÚSPĚŠNÁ**	**8 %**
VLA_↓; VER_↓ ; ZAM_*	10 %	VLA_↓; VER_↓ ; ZAM_*	12 %	VLA_↓; VER_↓ ; ZAM_*	8 %

Zdroj: Databáze Zephyr a Obchodní rejstřík, vlastní zpracování

Na základě výše uvedených výsledků, lze jednoznačně konstatovat, že

- hypotéza H_1: *„Vlastnicky neúspěšná akvizice & přeměna nemusí být neúspěšná i pro ostatní zájmové skupiny – vlastníky, zaměstnance.“* byla potvrzena,
- hypotéza H_2: *„Úspěšný post-transakční vývoj pro všechny zájmové skupiny současně je častější u firem účastnící se transakce v roli akvizitora.“* byla také potvrzena.

Diskuze

Výsledky výzkumu ukazují shodu s některými studiemi, které hodnotí úspěšnost transakcí z pohledu vstupní pozice firem. Z aktuálního výzkumu v rámci České republiky, kdy byly hodnoceny transakce v letech 2007 – 2010 vyplynulo, že vlastnicky úspěšné transakce dosáhly častěji firmy v roli cílové společnosti než v roli akvizitora. Ke stejnému výsledku došli např. Andrade (2001), Bruner (2001), Moeller (2003), Watson (2010), Head (2010). Bruner (2001) shrnul výsledky více než 100 studií proběhlých v letech 1970 – 2000 se závěrem, že transakce jsou pozitivní pro cílovou společnost a mají nejasný efekt na akvizitora. Moeller (2003) analyzující 12 023 transakcí zaměřených na finanční výkonnost akvizitorů říká, že

transakce jsou pro akvizitora převážně negativní. Andrade (2001) analyzoval 4300 transakcí se závěrem, že transakce jsou pozitivní pro cílovou společnost a neutrální až slabě negativní pro akvizitora.

Mnozí autoři poukazují na to, že úspěšné transakce jsou zejména takové, v rámci kterých jsou akvizitory střední společnosti, které dokáží pracovat s lidským potenciálem přebírané firmy a přizpůsobit svoje řízení firemní kultuře přebírané firmy. Velké společnosti často nedokáží respektovat specifika koupené firmy, zejména právě specifika lidských zdrojů (Pfeffer, 2006). Kelly (1999) zmiňuje skutečnost, že rozdíly v jednacím jazyce spojovaných subjektů hrají významnou roli při integraci; neúspěšné transakce jsou velmi často důsledek nedostatečného respektu k rozdílným kulturám a z toho vyplývající neefektivní komunikace. Vysoké procento (60 %) vlastnicky úspěšných transakcí v České republice lze vysvětlit, jak již bylo zmíněno, právě skutečností, že se jednalo o relativně malé národní transakce.

Z akviziční hodnotové analýzy vyplynulo, že transakce, které nepřinášejí zvýšení hodnoty pro vlastníky, mohou přinést zvýšení hodnoty pro jiné zájmové skupiny, ať už uvnitř podniku nebo vně, což koresponduje se zjištěním např. Pfeffera a Suttona (2006), kteří zmiňují individuální skryté motivy jedinců či skupin, jež dokáží iniciovat transakci a získat poté profit zejména pro sebe. Z výsledků rozlišit, zda se jedná o přirozený nepříznivý vývoj, nebo zda je tento vývoj řízen a budou následovat další transakce – ovládnutí věřiteli, manažery, či vstup investora není jednoduché v aktuálním čase určit.

V souvislosti s vnějšími podmínkami výsledky studie podporují zjištění některých autorů o měnící se akviziční aktivitě v návaznosti na vývoji ekonomiky a ceně kapitálu. V České republice docházelo k růstu akviziční aktivity v letech 2003 – 2006, což bylo také období největšího ekonomického růstu a období nízkých úrokových sazeb (Obr. 2). Malmendier (2011) zmiňuje, že akviziční vlny typicky korespondují s rostoucí ekonomikou, kdy manažeři jsou přesvědčeni o budoucím růstu hodnoty firmy a současně více inklinují k financování transakce dluhem. Tento názor sdílí i NcNamara a Gell (2008), kteří došli k závěru, že akvizice & přeměny obecně probíhají více v období rostoucí ekonomiky a nízké nebo snižující se úrokové míry; firmy, které sledují atraktivitu prostředí a uskuteční transakci na začátku akviziční vlny, platí méně za cílovou společnost, než firmy, jež je poté následují.

Závěr

Prezentovaná metodika vede k teoretické inovaci v oblasti akvizic & přeměn, rozšiřuje metodickou základnu pro hodnocení úspěšnosti těchto transakcí. Významnou odlišností od klasických metod hodnocení je skutečnost, že tyto favorizují vlastníky a zcela opomíjejí roli ostatních skupin participujících na vývoji podniku. Akviziční hodnotová analýza je soubor šesti ekonomických ukazatelů, kde každé dva ukazatele reprezentují jednu konkrétní zájmovou skupinu – vlastníky, zaměstnance, věřitele. Jednotlivé ukazatele jsou běžně dostupné ve veřejných zdrojích. Metoda splňuje základní požadavek praxe na jednoduchost aplikace. Studie prezentující akviziční hodnotovou analýzu použitou na hodnocení transakcí v České republice má originální teoretický přínos v oblasti ekonomiky podniku a současně má i přínos empirický.

Literatura:

[1] Achim, A. (2015). Recent trends in the study of mergers and acquisitios. *E&M Economics and Management.* 17(1), 123-133. doi: 10.15240/tul/001/2015-1-010.

[2] Andrade, G., Mitchell, M., Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives.* 15(2), 103 – 120.

[3] Antoniou, A., Philippe A., Huainan Z. (2006). The Effects of the Cross-Correlation of Stock Returns on Post Merger Stock Performance. *New York, Social Science Research Network.* From: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=493882.

[4] Bertrand, O., Betschinger, M. A. (2011). Performance of Domestic and Cross-Border Acquisitions: Empirical Evidence from Russian Acquirers. *Journal of Comparative Economics*. 40(3), 1-41.

[5] Bhagat, S., Malhotra, S., Zhu, P. C. (2011). Emerging Country Cross-Border Acquisitions: Characteristics, Acquirer Returns and Cross-Sectional Determinants. *Emerging Markets Review*. 13(2), 250-271.

[6] Boateng, A., Wang, Q., Yang, T. L. (2008). Cross-Border M&As by Chinese Firms: An Analysis of Strategic Motives and Performance. *Thunderbird International Business Review.* 50(4), 259-270.

[7] Brealey, R. A., Myers, S. C. (2000). *Teorie a praxe firemních financí.* Praha: Computer Press. ISBN:80-7226-189-4.

[8] Bruner, F., R. (2001). *Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker.* Darden. from: http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.201.6327&rep=rep1&type=pdf.

[9] Bureau van Dijk (2013). *Databáze Zephyr*. From: http://www.bvdinfo.com/.

[10] Cavusgi, S., Dykes, B., Griffith, D., Hult, G., Hamman, M., Chabowski, B., Ketchen, D., Pollitte, W. (2008). An Assessment of the Measurement of Performance in International Business Research *Journal of International Business Studies*. 39, 1064-1080.

[11] Deng, P. (2009). Why Do Chinese Firms Tend to Acquire Strategic Assets in International Expansion? *Journal of World Business*. 44(1), 74-84.

[12] Eurostat. (2013). *Míra růstu reálného HDP*. from: http://apl.czso.cz/pll/eutab/html.h?ptabkod=tec00115.

[13] Finance. (2013). *Makrodata*. From: http://www.finance.cz/makrodata-eu/menove-ukazatele/sazby-cnb/.

[14] Gaughan, P. (2011). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructuring*. John Wiley & Sons, Inc., USA. ISBN: 978-0-470-88121-7.

[15] Goddard, J., Molyneux, P., Zhou, T. (2011). Bank Mergers and Acquisitions in Emerging Markets: Evidence from Asia and Latin America. *European Journal of Finance*. 18(5), 419-438.

[16] Gubbi, S., Aulakh, R. P., Sarkar, M. B., Chittoor, R. (2010). Do International Acquisitions by Merging Economy Firms Create Shareholder Value? The Case of Indian Firms. *Journal of International Business Studies*. 41, 397-418.

[17] Chen, Y. Y., Young, M. N. (2010). Cross-Border Mergers and Acquisitions by Chinese Listed Companies: A Principle-Principle Perspective. *Asia Pacific Journal of Management*. 27(3), 523-539.

[18] Kelly, J., Cook, C. (1999). *Unlocking Shareholder Value: The Keys to Success.* KPMG. From: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/KPMGM&A.pdf

[19] Malmendier, U., Tate, G., Yan, J. (2011). Overconfidence and early-life experiences: The Impact of managerial traits on corporate financial policies. *Journal of Finance*. 66, 1687-1733

[20] Martynova, M., Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and whwre do we stand? *Journal of Banking and Finance.* 32, 2148-2177.
[21] Meglio, O., Risberg, A. (2011). The (Mis)measurement of M&A Performance. *Scandinavian Journal of Management.* 27, 418-433.
[22] Moeller, S., B., Schlingemann, F.,P. , Stulz, R., M. (2003) Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-firm Returns in the Recent Merger Wave. *The Journal of Finance*. From: http://mba.tuck.dartmouth.edu/ccg/PDFs/2004conf/Moeller%20Schlingemann%20and%20Stulz%202Tuckconference.pdf.
[23] NcNamara, G., Dykes, B. J., Heleblian, J. (2008). The performance implication of participating in an acquisition wave. *Academy of Management Journal*. 51, 744-767.
[24] Pfeffer, J., Sutton, R. I. (2006). „Hard Facts, Dangerous Half-Truths and Total Nonsense: Profiting from Evidence-Based Management.“ *Harvard Business Press*.
[25] Rui, H. C., Yip, G. S. (2008). Foreign Acquisitions by Chinese Firms: A Strategic Intent Perspective. *Journal of World Business*. 43(2), 213-226.
[26] Schoenberg, R. (2006). Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics. *British Journal of Management*. 17, 361-370.
[27] Soongswang, A. (2010). M&A for Value Creation: The Experience in Thailand. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*. 1(11), 28-50.
[28] Watson, D., Head, A. (2010). *Corporate Finance. Principals and Practices.* Pearson Education Limited. Londýn. ISBN: 9780273762744.
[29] Wu, C., Xie, N. (2010). Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions Performance of Chinese Enterprises. *Procedia Social and Behavioural Sciences*. 2(5), 689-695.