

Anna Polednáková
Miloš Bikár

EKONOMICKÉ MODELY FÚZIÍ A AKVIZÍCIE

Abstract: *The present paper deals with the issue of theoretical approaches to explaining the wave of mergers and acquisitions. In the introduction, the authors describe the nature of behavioural finance, which is associated with modern portfolio theory and the efficient markets hypothesis. The essence of behavioural theory is that the incorrect valuation of assets comes from psychological reasons. The authors of these theories claim that intelligent managers perceive these weaknesses and take advantage of them through acquisitions. Errors of high market valuation may be related to a high overestimation of synergies, leading to waves of mergers. In their conclusions the authors state that even if the merger is part of a wave of mergers, which are controlled by neoclassical reasons, most mergers are the work of companies valued wrong.*

Keywords: *mergers, acquisitions, behavioral patterns, psychological factors, the theory of efficient markets, portfolio theory*

JEL: G 34, G 1

Úvod

Globalizácia a liberalizácia trhov, rýchlo sa meniace podnikateľské prostredie znamenajú rast konkurencie medzi spoločnosťami. Táto situácia vedie spoločnosti k tomu, že hľadajú možnosti ako uspieť v konkurenčnom boji, ako zvýšiť svoj podiel na trhu, resp. dosiahnuť vyšší zisk. K nástrojom, ktoré môžu spoločnosti využiť na dosiahnutie týchto zámerov, patria fúzie a akvizície, ktoré sú bežnou súčasťou trhovej ekonomiky a dôležitým nástrojom vo finančnom riadení podniku. Predstavujú prostriedok prenosu zdrojov tam, kde sú najviac potrebné, a tiež prostriedok výmeny nedostatočne výkonných manažérov. Počas vývoja hospodárstva sa vyskytlo množstvo vln fúzií a akvizícií. V tomto období vzniklo množstvo teórií, ktoré sa snažili vysvetliť príčiny týchto vln.¹ Jednou z teórií, ktorá sa pokúsila vysvetliť príčiny uvedených vln, je behaviorálna teória.

¹ *V USA bolo počas rokov 1890 až 2010 7 vln fúzií a akvizícií. V prvej vlne v roku 1890 to bolo 2 600 fúzií, v druhej vlne v roku 1920 8 000 fúzií a v tretej vlne v roku 1960 12 000 fúzií. Vo Veľkej Británii počas rokov 1960 až 2010 to boli 4 vlny fúzií. Podrobnejšie o týchto vlnách, ich príčinách, ako aj hodnote v jednotlivých obdobiach pozri: S. Sudarsanam [10]*

Behaviorálne modely vln fúzií a akvizícií

Behaviorálne finančné modely analyzujú psychologické a sociologické faktory, ktoré ovplyvňujú finančné rozhodnutia jednotlivcov. Definícia behaviorálnych finančných modelov nie je jednoznačná. Tieto modely vychádzajú z modernej teórie portfólia a hypotézy efektívneho trhu. Hypotéza efektívneho trhu predpokladá veličiny, ktoré sa správajú racionálne. Druhým predpokladom hypotézy efektívneho trhu je nepredvídateľnosť. Znamená to, že cena akcií sa vyvíja v závislosti od racionálneho ocenenia dostupných informácií, ktoré nemožno predpovedať.

Behaviorálne finančné teórie predpokladajú, že niektoré finančné fenomény možno pochopiť pomocou modelov, v ktorých nie sú všetky premenné plne racionálne. Možné fenomény, ktorým sa venujú behaviorálni ekonómovia, spôsobujú odchýlku aktíva od fundamentálnej ceny.

Druhým dôvodom, prečo dochádza k nesprávnemu ohodnoteniu aktív, je psychológia. Behaviorálni ekonómovia to vysvetľujú nasledujúcimi dôvodmi: sila presvedčenia, prehnaná sebadôvera, optimizmus a túžobné prania, reprezentatívnosť, konzervatizmus, neschopnosť opustiť svoje presvedčenie. Klasická teória predpokladá fungovanie burzy, kde vývoj akcií spoločností odráža reálne ohodnotenie dostupných informácií a skutočná hodnota akcií môže predpovedať pohyby cien cenných papierov. Behaviorálne financie sa s týmto pohľadom nestotožňujú, pretože vychádzajú z predpokladu, že sa na burzách vyskytuje množstvo anomálií, ktoré nie sú vysvetliteľné klasickou teóriou.

Pri aplikácii podstaty behaviorálnych teórií je dôležité analyzovať spôsob, akým sa pri rozhodovaní konštantne odchyľujeme od predpokladu racionality. Rozhodovanie pri neistých situáciách v skutočnosti nie je závislé od starostlivého zhodnocovania informácií alebo štúdia relevantných štatistík, ale od rozumových skratiek.

Vishny Robert a Shleifer Andrei ([12], s. 295 – 311) tvrdia, že inteligentní manažéri spoločností vnímajú tieto nedostatky a vedia ich využiť vo svoj prospech prostredníctvom akvizícií. V období vysokého podielu obchodovania s akciami spoločností, ktoré sú nesprávne ohodnotené, spoločnosti môžu využiť ich nadhodnotené akcie na akvizíciu iných spoločností. Znamená to, že môžu vymeniť nadhodnotené akcie za reálne aktíva zanikajúcej spoločnosti. Stimul pre spoločnosti na to, aby uskutočnili akvizície, je obava zo skutočnosti, že keď sa zrealnia ich nadhodnotené akcie, zníži sa ich hodnota. Pri prevode nadhodnotených akcií do reálnych aktív by akékoľvek následné korekcie nadhodnotených akcií poškodili nadobúdateľa menej, ako keby túto akvizíciu neuskutočnil. Dôsledkom toho je, že spoločnosti, ktoré nadobudnú iné spoločnosti a lepšie využijú zhodnotenie ich akcií, budú mať lepšie hospodárske výsledky ako podobné spoločnosti, ktoré sa nespoja. Počas týchto období nadhodnotenia akcií akcie cieľovej spoločnosti sú tiež pravdepodobne nadhodnotené. Z modelu tak vyplýva, že akcie spoločnosti, ktorá plánuje fúziu, sú viac nadhodnotené v porovnaní so spoločnosťou, ktorú plánuje kúpiť. Tento jav je v súlade

so stratégiu *high buys low* Q-teórie². Avšak financovanie akvizície hotovosťou nie je v súlade s motívom využiť nadhodnotené akcie. Môžeme sa opýtať, prečo manažéri spoločnosti, ktorá bude kúpená, prijímajú nadhodnotené akcie spoločností, ktoré realizujú fúziu. Vishny a Shleifer predpokladajú, že manažéri cieľových spoločností to robia zo sebeckých dôvodov, ktorými sú napríklad vyplatenie nahromadených akcií a akciové opcie.

Ďalšie dôsledky modelu sú:

- manažérsky oportunistizmus bude viditeľnejší na burze cenných papierov ako v prípade prevzatia, ktoré sa bude financovať hotovosťou;
- v období po akvizícii manažéri cieľových spoločností predajú svoje akcie kupujúcej spoločnosti;
- akcie cieľových spoločností sú menej nadhodnotené ako akcie kupujúcich spoločností a
- dlhodobé výnosy akcií kupujúcich spoločností sú vyššie ako podobných spoločností, ktoré financujú akvizície hotovosťou, alebo podobných spoločností, ktorých nadhodnotené akcie nie sú predmetom fúzií.

Ang a Cheng ([1], s. 199 – 2016) našli podporu pre hypotézu nadhodnotenia akcií a ich dôsledkov na príklade s dátami v USA. Analyzovali viac ako 3 000 fúzií počas rokov 1981 – 2001. Dospeli k týmto výsledkom:

- nadhodnotené kupujúce spoločnosti oportunisticky využívajú akvizície vyplatené akciami,
- nadhodnotenie je v korelácii s výnosmi na akciových trhoch,
- peňažní nadobúdatelia sú menej nadhodnotení ako nadobúdatelia formou akcií,
- peňažní nadobúdatelia nie sú nadhodnotení vzhľadom na cieľové spoločnosti, ale kupujúce spoločnosti, ktoré platia za akvizície akciami, sú nadhodnotené,

Ang a Cheng tiež poskytujú ďalšie výsledky výskumu v súlade s behaviorálnym modelom:

- dlhodobý výkon až do troch rokov nadhodnotenia akcií kupujúcich firiem je lepší ako výkon nadhodnotených spoločností, ktoré nerealizujú fúzie,
- akcionári nadhodnotených kupujúcich spoločností sú na tom lepšie, ako v prípade nadhodnotených akcií, ktoré nerealizujú fúzie a akvizície.

Avšak nie všetky akcie spoločností, ktoré idú realizovať fúzie, sú nadhodnotené. Vo svojej vzorke 330 z 1 574 kupujúcich firiem platiacich za akvizície akciami má tiež podhodnotené a nie nadhodnotené akcie. To naznačuje, že model Shleifera a Vishnu nevysvetľuje všetky akciové fúzie. Rhodes-Kropf a Viswanathan ([8], s. 2685 – 2717) sa odchyľujú od modelu Shleifera a Vishnu, keď predpokladajú, že manažéri spoločností, ktoré idú kupovať spoločnosť, a manažéri cieľových spoločností sú racionálni a maximalizujú hodnotu spoločnosti. Cieľové spoločnosti môžu preto prijať nadhodnotené akcie kupujúcich firiem vzhľadom na obmedzené informácie, ktoré majú o rozsahu nadhodnotenia akcií.

² Jeden z názorov predpokladá, že vysoko ohodnotené spoločnosti kupujú nízko ohodnotené spoločnosti.

Model Rhodes-Kropf a Viswanathan predpokladá neefektívnosť trhu pri ohodnocovaní akcií spoločností. V čase, keď celý trh nadhodnocuje akcie, je väčšia pravdepodobnosť, že manažéri cieľových spoločností prisudzujú každé vnímanie nadhodnotenia akcií kupujúcich firiem týmto trhom skôr, než špecifickým nadhodnoteniam kupujúcich firiem. Títo manažéri nie sú schopní robiť presné odhady pre rôzne zdroje nadhodnotenia akcií, majú tendenciu preceňovať synergický efekt medzi kupujúcou a cieľovou spoločnosťou, a preto príjmu ponuku. Chyby z vysokého trhového ocenenia môžu súvisieť s vysokým nadhodnotením synergií, ktoré viedli k vlnám fúzie.

V pokračovaní tohto modelu (Rhodes-Kropf, Robinson a Viswanathan) empiricky testujú jeho predikcie na veľkej vzorke 4 325 amerických fúzií v období rokov 1997 – 2000. Rozkladajú chyby v ohodnotení na chyby vznikajúce na trhu, chyby v celom odvetví a špecifické chyby spoločnosti. Hlavné zistenia ich štúdie sú:

- nadhodnotenie akcií je oveľa vyššie pri zlučujúcich sa spoločnostiach, ako pri spoločnostiach, ktoré sa nezlučujú, fúzie tak nastávajú, keď sú nadhodnotené akcie kupujúcich aj kupovaných spoločností,
- akcie kupujúcich firiem sú ocenené o 20 % viac ako kupované firmy,
- podnikovo-špecifická oceňovacia chyba je oveľa väčšia, ako trhové chyby, čo svedčí o nadhodnotení synergického efektu fúzie,
- kupujúce a kupované spoločnosti sa nachádzajú v odvetviach s vysokým časovým radom chýb v sektore. Zdieľajú spoločný komponent zlého ohodnotenia akcií.

To naznačuje, že priemyselné šoky nemusia byť jediným faktorom, ktorým odvetvie vysvetľuje špecifické vlny fúzií. Môžu sa objaviť vďaka nadhodnoteniu synergií v týchto oblastiach:

- akcie kupujúcich spoločností, ktoré platia za akvizície hotovosťou, sú menej nadhodnotené ako akcie kupovaných spoločností, ktoré platia za akvizície akciami,
- podnikovo-špecifické chyby robia akvizície dostupné pre spoločnosti, ktoré používajú svoje akcie ako platobnú menu.

Autori modelu konštatujú, že aj keď je fúzia súčasťou vln fúzií, ktoré sú riadené neoklasicistickými dôvodmi, najviac fúzií je dielom zle ohodnotených spoločností. Drvivá väčšina transakcií (či k nim dochádza v čase ekonomických šokov, alebo nie) zahŕňa vysoko nadhodnotené akcie kupujúcich spoločností. Ekonomické šoky môžu byť aj základom, aj spúšťačom fúzií, ale chybné ohodnotenie akcií ovplyvňuje, ako sa tieto šoky šíria v ekonomike. Chybné ohodnotenie akcií ovplyvňuje, kto si kúpi koho, rovnako ako aj spôsob platby.

Tieto závery sú v súlade s tým, čo predpokladali Ang a Cheng [1] i Harford ([4], s. 529 – 560). Firemní manažéri, aj keď vedení racionálnymi ekonomickými motívmi, môžu načasovať ich akvizičné kroky, aby využili nadhodnotenie akcií ich vlastných spoločností a nadhodnocujú synergický efekt, ktorý vyplýva z trhového nadhodnotenia. Ďalšia podpora modelu nadhodnotenia akcií pochádza od Donga, Hirshleifera, Richardsona a Teoha, ktorí tiež empiricky testovali hypotézu s údajmi z USA medzi rokmi 1980 a 1990.

Časové rady dát o fúziách tiež prinášajú zaujímavé názory, ktoré nevysvetľuje Q-teória, behaviorálne modely alebo empirické testy. Jedným z nich je, že nízko ohodnotené spoločnosti kupujú vysoko ohodnotené spoločnosti (low buy high), alebo spoločnosti kupujú približne rovnako ohodnotené spoločnosti (low buys low). Rhodes-Kropf a Robinson ([9], s. 1 169 – 1 211) prinášajú dôkazy, že vo vlnách fúzií v USA je významný podiel spoločností s vysokým pomerom Q, zlučujúcich sa s inými spoločnosťami s vysokým pomerom Q, rovnako ako spoločnosti s nízkym pomerom Q zlučujúcich sa s ďalšími spoločnosťami s nízkym pomerom Q.

Pri analýzach trendov fúzií a akvizícií si treba uvedomiť, že priemysel ako štruktúra je príliš statický. Predpokladá, že spoločnosti pracujú v ich súčasných priemyselných štruktúrach. Treba si však uvedomiť aj ďalšie skutočnosti:

- Nie všetky šoky sú exogénne. Niektoré sú vygenerované spoločnosťami v priemysle, aby sa zmenila štruktúra priemyslu, aby spoločnosť získala konkurenčnú výhodu, napr. technologické inovácie produktov a procesov.
- Vzťah medzi šokmi a fúziami nie je lineárny. Niektoré spoločnosti reagujú na šoky o prevzatí spoločnosti, a tieto potom vedú k ďalším štrukturálnym zmenám, na ktoré ostatné spoločnosti môžu reagovať, a tým zosilňovať alebo zmierňovať dosah počiatočného šoku.
- Niektoré spoločnosti prostredníctvom fúzií získavajú zdroje a schopnosti, ktoré im umožnia uniknúť súčasnej štruktúre odvetvia alebo vytvoriť nové priemyselné odvetvia. Hranice priemyselných odvetví sú totiž v niektorých prípadoch veľmi tenké, ako napríklad internet a médiá, alebo bankovníctvo a poisťovníctvo.
- Vzory zhlukov v priemyselných odvetviach naznačujú, že niektoré priemyselné odvetvia prechádzajú turbulentnou reštrukturalizáciou, ale v priemere sa takmer polovica spoločností v priemysle môžu zúčastniť na fúzii v krátkom časovom období.
- Spoločnosti, ktoré napodobňujú pohyby, musia zvážiť, či ide o optimálnu stratégiu a cenu za to, že sú spolubežci. Platia za to, že “rýchly druhý môže byť často tiež dobrý”.
- Drvivá väčšina akvizícií sú spojenia, pri ktorých sú nízko ohodnotené spoločnosti prevzaté vysoko ohodnotenými spoločnosťami, čím sa zvyšuje efektívnosť prevádzky, alebo využívajú komplementaritu zdrojov na zlepšenie svojej konkurenčnej výhody a na vytváranie hodnôt.
- Vytvárané hodnoty z fúzií vyžadujú zodpovedajúcu stratégiu spoločnosti a finančnú stratégiu, pretože cena za realizáciu fúzie je určujúcim faktorom hodnoty vytvorenej pre zúčastnené strany.

Na základe množstva štúdií (napr. [8], [1]) bolo zistených niekoľko skutočností, ktoré sa konzistentne vyskytujú. V prvom rade si všímajú vzťah veľkosti majetku kupujúceho a predávajúceho. Väčšinou je hodnota kupujúcej spoločnosti vyššia, čo možno vysvetliť jednak skutočnosťou, že nadhodnotené spoločnosti kupujú podhodnotené, alebo aj tak, že spoločnosť má dobré manažérske riadenie a dobré rastové príležitosti.

Ďalej bolo zistené, že existuje väčší rozdiel v hodnote spoločnosti v prípade, keď sa platí aktívami spoločnosti oproti platbe v hotovosti. Dve dominantné teórie (teó-

ria nesprávneho ocenenia a hypotéza interpretácie Tobinovho Q) majú opäť odlišný pohľad na túto situáciu. V prvom prípade je podmienkou to, aby kupujúca spoločnosť bola nadhodnotená, kým pri kúpe za hotovosť ide hlavne o podhodnotenie kupovanej spoločnosti. V prípade hypotézy Tobinovho Q sa predpokladajú vyššie zisky v prípade priateľských fúzií a akvizícií s platbou v aktívach (napríklad v akciách) oproti nepriateľským ponukám pri platbách v hotovosti.

Pri ponukách platby akciami je väčšinou hodnota kupujúcej aj predávanej spoločnosti vyššia ako pri hotovostných ponukách. Môže ísť o prehodnotenie kupujúcej spoločnosti a využitie tejto skutočnosti pri platbe, podľa druhej hypotézy ide o snahu o zníženie pomeru dlhov k vlastnému kapitálu. Hlavne pri fúziách môže pri nejasnostiach ohľadom reálnej hodnoty spoločnosti pomôcť platenie vlastnými akciami, ktorých hodnota bude v konečnom dôsledku kulminovať podľa vývoja hodnoty ex post.

Pri nižšom ohodnotení kupovanej spoločnosti dochádza väčšinou k vyššej ponúkanej prémii z dôvodu, že podhodnotenie akcií spoločnosti podnieti boj o tieto akcie. Z pohľadu hypotézy Tobinovho Q ide o presvedčenie, že nízka hodnota kupovanej spoločnosti znamená zlé vedenie a manažérske zlyhania. Preto v prípade ich zmeny môže nastať pozitívny obrat. Vyššia ponúknutá cena tak bude kompenzovaná neskoršou návratnosťou. Veľmi často sa vyskytuje prípad, keď veľké spoločnosti svoje aktivity diverzifikujú a snažia sa zachovať rastový potenciál v budúcnosti. V takomto prípade dochádza k vyšším premiám pri kúpe, čo môže znamenať jednoduchú dostupnosť prostriedkov alebo daňové dôvody.

Z pohľadu behaviorálnych financií môžeme skúmať predovšetkým nadmerné reakcie trhov na zmeny (tzv. overreaction) alebo naopak, nedostatočnú reakciu na zmeny (underreaction). Akcie s nízkym koeficientom P/E (t. j. pomer trhovej ceny na akciu/ výnosy na akciu) zarábajú viac pri rovnakom riziku, ako akcie s vyšším koeficientom P/E. Z behaviorálneho hľadiska ide o anomáliu založenú na dočasnom podhodnotení akcií spoločnosti, pretože investori sa stávajú prehnane pesimistickí po sérii zlých výnosov alebo po oznámení negatívnych informácií. Až potom, ako sa tieto informácie ukážu ako neodôvodnené, sa cena akcií prispôsobí. Podobne pri akciách s vysokým P/E sa hovorí ako o nadhodnotení, pretože možno predpokladať budúci pád ceny akcií.

Aplikácia behaviorálnych teórií v prípade búr znamená odlišné vnímanie očakávaného rizika a zisku v rozpore s negatívnou koreláciou. Investori môžu na základe vlastných skúseností a prijatých informácií vyhodnocovať riziko investície ako nízke a súčasne mu priradiť vysokú budúcu výnosnosť. Behaviorálne financie predpokladajú, že trh nie je efektívny: kvôli tomu dochádza k nadhodnoteniu alebo naopak podhodnoteniu aktív spoločností. Manažéri sú väčšinou informovaní lepšie ako trh, a preto môžu tento rozdiel využiť v prospech svoj alebo spoločnosti.

Ďalším znakom behaviorálnych teórií je predpoklad, že investori nie sú plne racionálne bytosti. V takom prípade racionálne manažérske a investičné rozhodnutia sú ovplyvnené nesprávnym ohodnotením aktív na trhu. Iný prístup predpokladá, že manažéri nie sú plne racionálni, z čoho vyplývajú neštandardné preferencie alebo nezrovnalosti v manažérskom rozhodovaní na racionálnom trhu.

Záver

Behaviorálne financie predpokladajú, že trh nie je efektívny: kvôli tomu dochádza k preceneniu alebo naopak podceneniu aktív spoločností. Manažéri sú väčšinou informovaní lepšie ako je trh, a preto môžu tento rozdiel využiť v prospech svoj alebo spoločnosti. Ďalšou otázkou je, či pri kúpe použiť akcie alebo hotovosť. Po druhé, v prípade vydania nových akcií a platby v hotovosti si trh postupne uvedomí, že spoločnosť stratila svoje investičné možnosti a zníži jej ohodnotenie. Preto je najlepšie použiť nadhodnotené akcie na kúpu podhodnotených, pričom príklad technologických spoločností ukazuje, že z toho možno urobiť základ rastovej stratégie.

Literatúra

- [1] ANG J. S. – CHENG, Y.: 2006. Direct evidence on the market driven acquisition theory. In: *Journal of Financial Research*, s. 199 – 2 016.
- [2] BERBERIS, NICOLAS – THALER, RICHARD. 2003. A Survey of Behavioral Finance. In: Constantinides, Harris, Stulz. *Handbook of the Economics of Finance*. Yale: Elsevier Science, s. 1052.
- [3] GAUGHAN, A. P. 2010. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. 5th ed Wiley, ISBN 10-0470561963.
- [4] HARFORD, J: 2005. What drives merger waves? In: *Journal of Financial Economics*.
- [5] KRÁLOVIČ, J. – VLACHYNSKÝ, K.: 2011. *Finančný manažment*. Bratislava: IURA EDITION, ISBN 978-80-8078-356-3.
- [6] KMEŤKO, M.: *Fúzie a akvizície v prvom polroku*. Spôsob prístupu: <http://hnonline.sk/c1-56563820-fuzie-a-akvizicie-v-prvom-polroku>. Popis urobený: 21. 9. 2012. In HNonline.sk – Bratislava: Ecpres. 2012. (1. 6. 2012), s. 1.
- [7] RICCIARDI, VICTOR – SIMON, HELEN. 2000. What is behavioral finance? In: *Business, Education and Technology Journal*.
- [8] RHODES-KROPF, M. – VISWANATHAN, S.: 2004. Market valuation and merger waves. In: *Journal of Finance*.
- [9] RHODES-KROPF, M. – ROBINSON, D. T. 2008. The market for mergers and the boundaries of the firms. In: *Journal of Finance*, 63.
- [10] SUDARSANAM, S.: 2010. *Creating value from mergers and Acquisitions*. Harlow, England, Pearson Education limited. 2010. ISBN 978-0-273-71539-9.
- [11] THALER, R. et al. 2005. *Advances in Behavioral Finance*. Vol. 2. New Jersey: Princeton University Press.
- [12] VISHNY ROBERT – SCHLEIFER, ANDREI: 2003. Stock Market Driven Acquisitions. In: *Journal of Financial Economics*.