

# Přeshraniční fúze a akvizice a jejich vliv na bohatství akcionářů<sup>#</sup>

*Hoang Long Pham*<sup>\*</sup>

## Úvod

Během posledních dvou desetiletí se objem přímých zahraničních investic (Foreign Direct Investment, dále též „FDI“) masivně zvýšil a je považován za jeden z hlavních důvodů globálního ekonomického růstu. Většina růstu FDI během posledních 20 let nastala díky přeshraničním fúzím a akvizicím (okolo 80 %).

Přeshraniční fúze a akvizice patří po desetiletí mezi běžné aktivity v Americe a později i v Evropě. Zasáhly mnoho společností napříč podnikatelským spektrem jak v rozvinutých zemích, tak i v rozvojových zemích. Důležitým faktorem růstu významu přeshraničních fúzí a akvizic je postupující sjednocování světa (globalizace). Nicméně až během posledních dvou dekad, přeshraniční fúze a akvizice začaly být populární i v rozvojových zemích díky ekonomickým reformám, zlepšení akciových trhů v těchto zemích a snahou o lepší začlenění do světové ekonomiky (Aybar – Ficici, 2009). Také vlády jednotlivých zemí se snaží o liberalizaci svých uzavřených ekonomik. Za další, mnozí autoři ukazují, že strategie nadnárodních společností z rozvojových zemí se liší od těch z rozvinutých zemí (Buckley – Ghauri, 2004). Například, nadnárodní společnosti z rozvojových zemí investují v zahraničí v poměrně rané fázi svého vývoje oproti protějškům z rozvinutých zemí.<sup>1</sup> Také Gubbi aj. (2010) naznačují, že indické firmy používají přeshraniční fúze a akvizice pro hledání strategických aktiv s cílem usnadnit strategickou a organizační transformaci firem. Za pozornost stojí i bootstrapping teze od Martynova – Renneboog (2008), která říká, že akvizující společnosti z rozvojových zemí se snaží dobrovolně akvizovat firmy s vyšším stupněm corporate governance<sup>2</sup>, většinou ze zemí rozvojových, jelikož to může mít pozitivní dopad na výnosnost akvizujících firem.

---

<sup>#</sup> Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu *Teorie zastoupení v souvislosti s fúzemi a akvizicemi, prvotními veřejnými nabídkami a insolvenčním řízením*, registrovaného u Interní grantové agentury Vysoké školy ekonomické v Praze pod evidenčním číslem F1/84/2015.

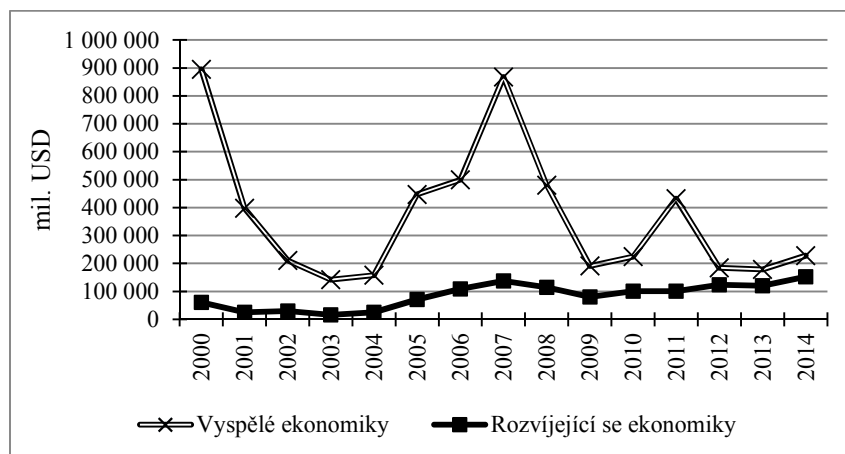
<sup>\*</sup> Bc. Hoang Long Pham, MSc. – doktorand; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze; nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <xphah01@vse.cz>.

<sup>1</sup> Jako příklad můžeme uvést čínskou firmu Alibaba, Lenovo atd.

<sup>2</sup> Standardy v oblasti správy a řízení společností.

Počet přeshraničních akvizujících firem z rozvojových zemí, jako je Indie, Čína, Brazílie, Jižní Afrika a Rusko se za poslední deset let mnohonásobil, s ostrým kontrastem k minulosti, kdy společnosti z rozvinutých zemí dominovaly u přeshraničních fúzí a akvizic a rozvojové země byly jen příjemci mezinárodních investic. Na Obrázku 1 můžeme vidět, že hodnota přeshraničních fúzí a akvizic u rozvojových zemí se pomalu dotahuje na vyspělé ekonomiky.

**Obr. 1: Hodnota přeshraničních fúzí a akvizic podle regionů / ekonomiky nabyvatele**



Zdroj: vlastní zpracování z dat UNCTAD (2015).

Jak můžeme vidět, tak společnosti z vyspělých zemí již netáhnou trh s přeshraničními fúzemi a akvizicemi (na straně akvizujících firem). Firmy z rychle se rozvíjejících trhů stále více obracejí svou pozornost k dosažení svých strategií a cílů pomocí přeshraničních fúzí a akvizic. V žebříčku zahraničních investic podle jednotlivých zemí zůstaly USA a Japonsko na prvním a druhém místě, Čína se posunula na třetí místo ze čtvrtého, zatímco Rusko skočilo z osmé na čtvrtou příčku.

V současné době se očekává, že tempo přeshraničních fúzí a akvizic u rozvojových zemí se bude i nadále navyšovat. A proto, teoretické a empirické poznatky a vysvětlení týkající se přeshraničních fúzí a akvizic z rozvojových ekonomik se stávají velmi aktuální a důležitou součástí výzkumu v oblasti investic a firemních financí.

Přeshraniční fúze a akvizice se staly důležitou strategií pro rozvojové země jak efektivně a účinně expandovat do jiných, mnohdy vyspělých zemí. V současné době se intenzivně diskutuje o vzestupu rychle se rozvíjejících zemí. Ať už jde o Turecko, které se má stát třetí, nejrychleji rostoucí zemí na světě do roku 2017, nebo o skupinu zemí TIMPS – potenciálním následovníkem BRIC

na poli přeshraničních investic. Proto není pochyb o tom, že globální trh fúzí a akvizic se mění a rozvojové státy budou hrát ústřední roli v následujících letech.

### **Rešerše literatury**

Jedním ze způsobů, jak se dá posuzovat úspěšnost přeshraničních fúzí a akvizic spočívá v zaměření se na hodnoty akcií akcionářů, jelikož akcionáři mají kontrolní a ovládací moc v organizaci a jsou majiteli firmy. A proto, akcionáři by měli být ústředním bodem pro každou studii nebo ocenění firmy. Ačkoli literatura a empirické výzkumy studující vliv fúzí a akvizic na kapitálové trhy je rozsáhlá, jen málo studií se zaměřilo na testování přeshraničních fúzí a akvizic a jejich vlivu na výnosy akcií. Většina literatury v oblasti fúzí a akvizic se zabývá vnitrostátními transakcemi. Důvodem je pravděpodobně skutečnost, že v minulosti vnitrostátní fúze a akvizice byly nejčastější formou fúzí a akvizic. Přestože existuje velké množství literatury, která zkoumá reakce kapitálových trhů (kumulativní abnormální výnosy akcií) jak u akvizujících, tak i u kupovaných firem na oznámení fúze a akvizice, jen některé výzkumy se zaměřují na přeshraniční fúze a akvizice a jen minimum z nich se zabývá studiem přeshraničních fúzí a akvizic v rozvojových ekonomikách<sup>3</sup>. Do jaké míry a které faktory ovlivňují cenu akcií či jak přeshraniční fúze a akvizice ovlivňují výnosy akcií (tvorbu hodnoty pro akcionáře) na rozvojových trzích z krátkodobého i dlouhodobého hlediska, zůstává stále nezodpovězenou otázkou.

### **Rozvinuté trhy**

Je důležité odpovědět na otázku, jak a zdali přeshraniční fúze a akvizice pozitivně či negativně ovlivňují výkonnost akvizujících firem. Existují dva protichůdné závěry na tuto problematiku. Za prvé, výnosy akcií jsou v průměru statisticky významné. Za druhé, výnosy akcií akvizujících firem mají tendenci být negativní nebo se blížit k nule. Značné množství výzkumů zejména v USA a ve Velké Británii studovaly účinky přeshraničních fúzí a akvizic na akciové výnosy v krátkodobém horizontu. Některé studie zkoumaly hodnoty účinnosti v dlouhodobém horizontu, nebo změny v charakteristikách společností<sup>4</sup>, nebo ve výkonnosti před a po fúzích a akvizic z účetního hlediska.

### **Významné studie**

Schwert (1996), Mulherin a Boone (2000) dokumentují významné pozitivní abnormální výnosy 26,3 %, 21,2 %, při zkoumání vzorku 1814 transakcí amerických společností v letech 1975 až 1991.

Bruner (2004) shrnuje analýzu 114 studií ze ziskovosti / výnosnosti fúzí a akvizic. Závěry ze 44 studií ukazují, že abnormální výnosy akvizovaných firem

<sup>3</sup> A převážně jen pro seskupení BRIC.

<sup>4</sup> Akciové likvidity a volatility.

jsou v podstatě nulové. Zatímco 20 studií uvádí negativní výnosy v rozmezí mezi -1 % až -3 %, z toho je statisticky významných 13. Naopak 24 studií uvádí pozitivní abnormální výnosy mezi 0 % až 6,7 % a 17 z nich je statisticky významných.

Srovnáme-li rozdíl mezi domácími a přeshraničními transakcemi, Moeller – Schlingemann (2005) zkoumali 383 přeshraničních a 4047 domácích transakcí amerických státních firem. U přeshraničních fúzí a akvizic byl celkový abnormální výnos ve výši 0,3 % pro tří denní event window (-1; 1), nicméně jsou statisticky nevýznamné a vnitrostátní fúze a akvizice ukázaly abnormální výnosy 1,1 %, pro (-1; 1 dní) statisticky významné na 1% hladině významnosti. Přeshraniční fúze a akvizice mají kumulativní abnormální výnos (cumulative abnormal return, dále též „CAR“) zhruba o sto bazických bodů menší než vnitrostátní. Tím autoři prokázali významný rozdíl mezi přeshraničními a domácími transakcemi.

Francis – Hasan – Sun (2008) zjistili, že existují pozitivní přeshraniční dopady pro akvizující firmy v USA, a to zejména pro případy, kdy kupované firmy byly ze segmentovaných a ne z integrovaných finančních trhů.

Alexandridis – Petmezas – Travlos (2010) popsali, že kanadské, americké a britské firmy měly po akvizici nulové nebo negativní abnormální výnosy akcií – několik dnů po oznámení akvizice.

Pokud se zaměříme na evropské země, tak Lowinski – Schiereck – Thomas (2004) analyzovali reakce akcií 114 domácích i zahraničních akvizic švýcarských podniků v letech 1990 až 2001, ale nenalezli žádné rozdíly mezi vnitrostátními a přeshraničními fúzemi a akvizicemi. To může znamenat, že evropské kapitálové trhy jsou vysoce integrované.

Campa a Hernando (2004) zkoumali value creation (vytváření hodnot) podniků v Evropské unii v období 1998-2000 a dokázali, že hodnoty akcií akvizujících firem vzrostly v období kolem data oznámení. Nicméně přeshraniční fúze a akvizice generovaly nižší hodnotu a to zejména v odvětvích, které byly pod kontrolou vlád, nebo byly silně regulovány.

Goergen a Renneboog (2004) prokázali, že oznámení v souvislosti s nabídkou převzetí způsobuje výrazné pozitivní abnormální výnosy pro akcionáře evropských cílových společností. Obecně je známo, že oznámení o fúzích a akvizicích ve vyspělých zemích vykazují většinou nevýznamné pozitivní abnormální výnosy. Nicméně oproti tomu přeshraniční transakce ukazují celkově nekonzistentní výsledky s nevýznamnými nebo více negativními abnormálními výnosy.

Renze-Westendorf – Schiereck – Zeidler (2009) zkoumali účinky 177 domácích i přeshraničních akvizic oznámených španělskými společnostmi.

Výsledky ukázaly, že tuzemské transakce významně překonávají mezinárodní transakce.

Zatímco mnoho z existujících výzkumů se zaměřuje na zisky nebo ztráty v krátkodobém horizontu, jen některé výzkumy zkoumají dlouhodobou post-akviziční výkonnost. Martynova – Renneboog (2008) zjistili, že ceny akcií závisí v dlouhodobém horizontu na použité metodě odhadu. Tržní modely mají tendenci odhalovat výrazně negativní abnormální výnosy v průběhu tří let následujících po oznámení fúze a akvizice, zatímco studie jiných technik odhadu (například CAPM) vykazují nekonzistentní výsledky v dlouhodobém horizontu. Nicméně hodnocení dlouhodobých abnormálních výnosů je důležité v případě vypořádání se s problémy, jako jsou způsoby financování / platby a způsobu převzetí (nepřátelské versus přátelské). Pokud jsou fúze a akvizice plně financovány vlastním kapitálem, tak empirické výsledky naznačují, že výnosy jsou výrazně negativní. Všechny peněžní nabídky ukazují na druhou stranu pozitivní výsledky. Kromě toho Martynova – Renneboog (2008), kteří se zabývají evropskými přeshraničními fúzemi a akvizicemi v průběhu páté vlny (1993-2001), tvrdí, že regulace corporate governance má významný vliv na tok přeshraničních fúzí a akvizic. Důkazy naznačují, že firmy ze zemí se slabou regulací správy a řízení se budou spíše zapojovat do přeshraničních fúzí a akvizic, než do těch vnitrostátních.

Danbolt – Maciver (2012) přišli se závěrem, že jak prodávající tak i kupující získají více z přeshraničních než ze srovnatelných vnitrostátních akvizic. Přeshraniční efekt je výrazně vyšší u kupovaných zemí s nadřazeným systémem řízení. Kromě toho uvádějí, že pohyby směnných kurzů mohou poskytnout zahraničním zájemcům výhodu nákladu na kapitál, a proto je možné, že směnné kurzy mají vliv na úroveň abnormálních výnosů v přeshraničních fúzích a akvizicích.

### **Rozvojové trhy**

Jen nemnohé studie se zabývají účinky převzetí na akciové výnosy v rychle se rozvíjejících zemích.

Wong a Cheung,(2009) zkoumali cenové dopady po oznámení fúze a akvizice u asijských kupovaných i kupujících firem. Shledali, že abnormální výnosy pro akcionáře kupujících firem v období po oznámení, závisí na způsobu financování fúzí a akvizic, ale většinou u kupujících firem jsou výnosy kladné, zatímco výnosy kupovaných firem jsou záporné.

Oelger a Schiereck (2011) testovali výnosy po oznámení fúze a akvizice pro firmy kotované na Istanbul Stock Exchange. Pro okno událostí (-1; +1) zjistili pozitivní kumulovaný abnormální výnos kolem 0,48 % v závislosti na oknu události.

Boateng – Wang – Yang (2008) měřili přeshraniční fúze a akvizice provedené čínskými firmami v letech 2000 a 2004. Uvádějí významné pozitivní kumulativní abnormální výnosy pro kupující firmy v průměru 1,32 % v průběhu dvou dnů (0; 1). Tento výsledek ukazuje pozitivní efekt přeshraničních fúzí a akvizic pro investory v Číně. Nicméně čínské státní nebo polostátní firmy mají tendenci ničit hodnoty akcií (Chen – Young, 2010)

Ma – Pagan – Chu (2009) vyšetřovali abnormální výnosy cen akcií kupujících firem několik dní okolo dne oznámení pro 10 rozvojových asijských států. Zjistili pozitivní kumulativní abnormální výnosy. Zdůraznili, že úniky informací ohledně fúzí a akvizic jsou statisticky významné.

Chari – Ouimet – Tesar (2010) tvrdí, že kupující firmy dosáhnou pozitivní výkonnosti po přeshraničních transakcích jen tehdy, pokud mají intangible asset firm-based advantages, které mohou být využívány v zahraničí. To by naznačovalo, že akvizice firem z rozvojových zemí nebude pravděpodobně zvyšovat jejich výkonnost po fúzi nebo akvizici. Jelikož firmy z rozvojových trhů se slabými corporate governance se spíše budou snažit získat takové výhody prostřednictvím akvizic v zahraničí, a proto by mohly mít potíže při vytváření hodnoty pro akcionáře prostřednictvím přeshraničních transakcí, zejména do vyspělých zemí.

Aybar – Ficici (2009) testovali 433 přeshraničních fúzí a akvizic u firem z rozvojových zemí během let 1991 až 2004 a zjistili, že akciové trhy reagují negativně na oznámení přeshraniční fúzí a akvizic. Došli k závěru, že více než polovina analyzovaných akvizujících firem ničí hodnoty akcií. Průřezová analýza navíc ukázala, že velikost a vlastnická struktura pozitivně ovlivňují hodnotu akcií po transakci.

Ve svém výzkumu, Mann a Kohli (2011), s použitím 63 domácích a 43 zahraničních transakcí v Indii od roku 1997 do března 2008, došli k závěru, že jak vnitrostátní, tak i přeshraniční fúze a akvizice zvyšují hodnoty akcií cílových společností. Nicméně hodnoty akcií jsou vyšší pro domácí fúze a akvizice ve srovnání s přeshraničními.

Bhagat – Malhotra – Zhu (2011) analyzovali vlastnosti a výnosy kupujících firem a došli k závěru, že kupující firmy z rozvojových zemí dosahují pozitivní a statisticky významné výnosy 1,09 % v den oznámení. Navíc průřezová analýza ukázala, že výnosy jsou pozitivně korelovány s lepšími corporate governance v cílových zemích.

### **Abnormální výnos a hypotéza**

Jedním z nejspolehlivějších způsobů, jak se dá zjistit, zda přeshraniční fúze a akvizice vytváří hodnotu pro akcionáře je přes Event Study metodologii v krátkodobém horizontu (např. Rahahleh – Wei, 2012; Kohli – Mann, 2011).

Většina Event Study metodologie zkoumá abnormální výnosy několik dní před a několik dní po dni oznámení transakce a odpovídají na otázku, zda oznámení fúze a akvizice vytváří nebo ničí hodnoty akcií.

Většina studií zkoumající vnitrostátní fúze a akvizice v krátkodobém období dokumentují, že akcionáři cílových společností dosáhnou významných zisků, zatímco nabyvatelé, neboli akvizující firmy dosahují malých nebo bezvýznamných zisků. Také studie, které zkoumaly přeshraniční fúze a akvizice v krátkodobém horizontu našly smíšené výsledky. Některé z nich hlásí pozitivní (Goddard – Molyneux – Zhou, 2012), jiné hlásí negativní výnosy nebo nevýznamné výnosy. Zkušenosti naznačují, že přeshraniční fúze a akvizice vedou k ziskům pro akcionáře akvizovaných firem v krátkodobém horizontu a nevedou k ziskům pro akcionáře akvizujících firem.

Kalkulace Event Study pomocí tržního přístupu v krátkodobém horizontu je založen na myšlence efektivnosti akciového trhu. Kromě toho, ceny akcií mají odrážet skutečnou hodnotu firmy, protože se předpokládá, že reflektují diskontovanou hodnotu všech budoucích peněžních toků, a zahrnují všechny příslušné informace.

Finanční teorie indikuje, že ceny akcií lze považovat za současnou hodnotu diskontovaných budoucích peněžních toků. A vzhledem k tomu, že se předpokládá vyšší ekonomický růst u rozvíjejících se asijských trhů, což povede k vyšším budoucím peněžním tokům, budeme zkoumat, zda existují statisticky významné pozitivní abnormální výnosy pro přeshraniční fúze a akvizice v rozvíjejících se asijských trzích. A proto budu testovat následující hypotézu:

*H0: Oznámení o přeshraniční fúze a akvizice má nulový efekt na kumulativní abnormální výnosy (CAR) pro akvizující firmy (akcionáře) v krátkodobém horizontu,  $H0: \mu = 0$ .*

*H1: Oznámení o přeshraniční fúze a akvizice má pozitivní efekt na kumulativní abnormální výnosy (CAR) pro akvizující firmy (akcionáře) v krátkodobém horizontu,  $H1: \mu \neq 0$ .*

### **Výběr dat**

Ke sběru dat byla použita databáze Zephyr od společnosti Bureau van Dijk s cílem získat všechny přeshraniční transakce akvizujících firem ze seskupení států TIMPS od 1. 1. 2000 do 31. 12. 2010. Zephyr obsahuje informace o celosvětových fúzích a akvizicích, IPO (Initial Public Offering) a private equity. Informace ohledně ceny akcií akvizujících i akvizovaných firem, tržní indexy a účetní informace jsem získal z databáze Thomson Reuters Eikon a Datastream a z burz cenných papírů jednotlivých států.

Jelikož tato práce se zaměřuje na přeshraniční fúze a akvizice pro státy ze seskupení TIMPS, tak při výběru dat v Zephyru bylo první podmínkou to, aby

všechny akvizující firmy byly z těchto států a aby všechny transakce byly přeshraniční. Další podmínkou bylo, aby firmy byly veřejně obchodovatelné, jelikož mým cílem je analyzovat vliv a dopad přeshraničních fúzí a akvizic na ceny akcií akvizujících firem. Třetí podmínkou bylo, že transakce musí být již kompletní, nejen ohlášené. Dále byly zahrnuty jen transakce, kde podíl nabytých akcií byl větší než 10 %. Celkově bylo nalezeno 283 firem. Poté byly odstraněny všechny firmy, u kterých chyběl ISIN<sup>5</sup>, nebo neměly uvedený den oznámení či den ukončení akvizice a samozřejmě i transakce, které neměly data pro analyzované období. Firmy, které akvizovaly vícekrát v horizontu jednoho roku, byly také vyloučeny ze vzorků, kromě první transakce dané firmy. Z původních 283 transakcí zbylo 51 firem, a tyto transakce tvoří vzorek pro analýzu kumulativních abnormálních výnosů v krátkodobém horizontu.

### Metodologie

Pro testování abnormálních výnosů použiji event study metodologii a pro výpočet očekávaného výnosu použiji tržní model. Abnormální výnos se spočítá následovně:

$$AR_{i,t} = r_{it} - E(r_{it}), \quad (1)$$

kde  $AR_{it}$  = abnormální výnos (abnormal return) pro akcii  $i$  v čase  $t$ ,  
 $r_{it}$  = aktuální výnos pro akcii  $i$  v čase  $t$ ,  
 $E(r_{it})$  = očekávaný výnos pro akcii  $i$  v čase  $t$ .

Metodou nejmenších čtverců (ordinary least squares, OLS) odhadnu parametry  $\alpha_i$ ,  $\beta_i$ :

$$E(r_{it}) = \alpha_{it} + \beta_{it} \cdot r_{mt} + \varepsilon_{it}, \quad t = (-120, -6), \quad (2)$$

kde  $r_{it}$  = aktuální výnos pro akcii  $i$  v čase  $t$ ,  
 $r_{mt}$  = výnos srovnávacího tržního indexu trhu v čase  $t$ ,  
 $\varepsilon_{it}$  = nulová střední hodnota,  
 $\alpha_i$ ,  $\beta_i$  = parametry tržního modelu,  $\alpha_i$  je průměrný výnos nevysvětlený trhem,  $\beta_i$  je závislost (citlivost) nabyvatele na trhu.

Estimation window ve vzorci (2) je počítán v horizontu -120 dní před oznámení fúze a akvizice do -6 dní před událostí. S vypočítanými parametry  $\alpha_i$  a  $\beta_i$  z rovnice (2), vypočítám očekávaný výnos pro různé event window, který bude jedenáctidenní (-5, +5), pětidenní (-2; +2), třídenní (-1, +1) a jednodenní (0, +1).

<sup>5</sup> Mezinárodní identifikační číslo, které je přidělováno každému cennému papíru obchodovanému na veřejných trzích.



$$(r_{i,t}) = \hat{\alpha}_t + \hat{\beta}_t \cdot r_{mt} + \varepsilon_{it}, t = \text{event window}, \quad (3)$$

kde  $r_{it}$  = aktuální výnos pro akcii  $i$  v čase  $t$ ,  
 $\hat{\alpha}_t, \hat{\beta}_t$  = odhadnuté parametry  $\alpha_i, \beta_i$  firmy  $i$ ,  
 $r_{mt}$  = výnos srovnávacího tržního indexu trhu v čase  $t$ .

Abnormální výnosy jsou odchylky v předpovědi z OLS regrese. Odchylka představuje rozdíl mezi aktuálním výnosem a očekávaným výnosem pro každý den, běžně známý jako abnormální výnos  $AR$ , se potom vypočítá z rovnice (4):

$$AR_{it} = r_{it} - (\hat{\alpha}_t + \hat{\beta}_t \cdot r_{mt}). \quad (4)$$

Dále se vypočítá průměrný abnormální výnos  $AAR$ , což je střední hodnota součtu abnormálních výnosů akvizujících firem v event window.

$$AAR_{it} = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{it}}{N}, \quad (5)$$

kde  $AAR_{it}$  = průměrný abnormální výnos (average abnormal return) pro akcii  $i$  v čase  $t$ ,

Kumulativní denní abnormální výnosy  $CAR$  během event window se vypočítají jako:

$$CAR_i(T_1, T_2) = \sum_{i=T_1}^{T_2} AR_{it}, \quad (6)$$

kde  $CAR_i$  = kumulativní denní abnormální výnosy (cumulative abnormal return) pro akcii  $i$ ,  
 $T_1$  = první den v event window,  
 $T_2$  = poslední den v event window.

Nakonec se vypočítá průměrný kumulativní průměrný abnormální výnos  $CAAR$ :

$$CAAR(T_1, T_2) = \frac{\sum_{i=1}^N AAR(T_1, T_2)}{N}. \quad (7)$$

kde  $CAAR$  = kumulativní průměrný abnormální výnos (cumulative average abnormal return) pro akcii  $i$ .

Pro testování hypotézy jsem vypočítal jak parametrické, tak i neparametrické t-statistické testy.

### Kumulativní abnormální výnosy

Tabulka 1 shrnuje počet a hodnotu transakcí pro jednotlivé státy. Co do počtu fúzí a akvizic za sledované období jasně vede Jižní Afrika se 33 transakcemi, kdežto nejmenší počet zaznamenala Indonésie se 3 transakcemi s hodnotou 244 milionu Eur. Z tabulky je také zřejmé, že z hlediska hodnoty transakcí je na prvním místě Mexiko s necelými 20 miliardami Eur, na druhém místě Jižní Afrika s 5 miliardy Eur. V těchto dvou zemích došlo k megamergers, speciálně v Mexiku se jedná o několik obrovských transakcí za sledované období.

**Tab. 1: Přeshraniční fúze a akvizice pro jednotlivé státy TIMPS**

Stát	Počet	Hodnota transakcí	Max	Min	Průměr	Medián
Turecko	5	384 260	221 000	231	76 852	64 067
Indonésie	3	243 726	202 923	7 798	81 242	33 006
Mexiko	6	19 684 057	11 854 556	202 201	3 280 676	1 943 654
Filipíny	4	131 563	78 230	4 483	32 891	24 425
Jižní Afrika	33	5 009 624	1 295 000	466	151 807	32 441

Zdroj: vlastní zpracování z dat Zephyru, hodnota v tis. Eur.

Tabulka 2 shrnuje abnormální výnosy pro různé intervaly okolo dne oznámení přeshraničních fúzí a akvizic pro rozvíjející se země během let 2000 až 2010 pro celkový vzorek 51 transakcí. Den 0 je dnem oznámení události.

Jak můžeme vidět, akvizující firmy z rozvojových zemí dosáhly negativního abnormálního výnosu  $-0,27\%$  ve dne oznámení události, nicméně, i tento negativní výnos je ale statisticky nevýznamný, jak u parametrických, tak neparametrických testů. Pokud se podíváme na den po oznámení události, tak zjistíme, že akvizující firmy dosahují statisticky nevýznamného pozitivního průměrného abnormálního výnosu *AAR* ve výši  $0,51\%$ . Denní průměrný abnormální výnos (*AAR*) je statisticky významný (pozitivní) až u pátého dne po oznámení události a to  $0,05\%$  (podle generalized sign testu). Je to dáno nejspíše tím, že reakce trhu jsou opožděné u rozvojových států.

U kumulativních průměrných abnormálních výnosů (*CAAR*) vidíme negativní významné výnosy  $1,8\%$  v rozmezí  $(-10, +10)$  dní a pozitivní významné *CAAR*  $0,61\%$  až  $0,88\%$  v rozmezí  $(0, +3)$  a  $(0, +5)$  dní. Ne-parametrický test potvrzuje zjištění, že *CAAR* pro  $(0, +3)$  a  $(0, +5)$  jsou statisticky významné (přes  $60\%$  všech akvizujících firem zažily pozitivní *CAAR*).

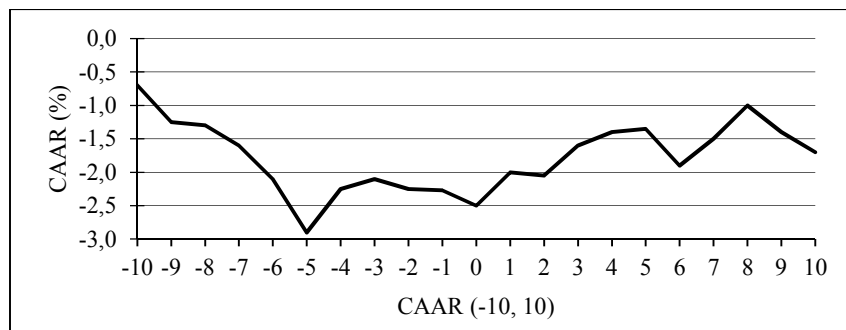
**Tab. 2: Průměrné a kumulativní abnormální výnosy**

	Průměr	Medián	Směrodatná odchylka	t-test	Patell Z	Generalized Sign Test	Pozitivní : negativní výnos	% podíl pozitivních výnosů
AAR (-5)	-0,0071	-0,0012	0,0348	-1,6853*	-1,2355	-1,1306	21 : 30	41,18 %
AAR (-4)	0,0064	-0,0006	0,0612	1,5265	0,1919	-0,5704	23 : 28	45,10 %
AAR (-3)	0,0018	0,0011	0,0229	0,5530	0,2798	0,8301	28 : 23	54,90 %
AAR (-2)	-0,0016	-0,0020	0,0219	-0,3839	-0,3610	-0,2903	24 : 27	47,06 %
AAR (-1)	-0,0001	-0,0005	0,0211	-0,0287	-0,3486	-0,0102	25 : 26	49,02 %
AAR (0)	-0,0027	0,0015	0,0416	-0,6463	0,1844	1,3903	30 : 21	58,82 %
AAR (+1)	0,0051	0,0000	0,0329	1,2126	0,7378	0,2699	26 : 25	50,98 %
AAR (+2)	0,0003	0,0000	0,0191	0,0619	-0,3760	-0,0102	25 : 26	49,02 %
AAR (+3)	0,0034	0,0023	0,0287	0,8165	1,1915	1,1102	29 : 22	56,86 %
AAR (+4)	0,0023	-0,0005	0,0231	0,5359	0,6480	-0,0102	25 : 26	49,02 %
AAR (+5)	0,0005	0,0012	0,0230	0,1203	0,1305	1,6704*	31 : 20	60,78 %
CAR (-10,+10)	-0,0181	-0,0306	0,1254	-0,9375	-1,5407	-1,6908*	19 : 32	37,25 %
CAR (-1, +1)	0,0023	0,0025	0,0426	0,3104	0,3312	0,5500	27 : 24	52,94 %
CAR (0, +1)	0,0024	0,0037	0,0382	0,4004	0,6521	1,3903	30 : 21	58,82 %
CAR (0, +3)	0,0061	0,0089	0,0451	0,7224	0,8689	1,9505*	32 : 19	62,75 %
CAR (0, +5)	0,0088	0,0128	0,0607	0,8577	1,0273	2,2306**	33 : 18	64,71 %

Vysvětlivky: \* = hladina významnosti 10 %, \*\* = hladina významnosti 5.

Zdroj: vlastní výpočet.

Obrázek 2, pro lepší orientaci, ilustruje průběh CAAR v horizontu deseti dní před dnem a po dni oznámení fúze a akvizice. Jak můžeme vidět, CAAR má velmi kolísavý trend. Do pátého dne po oznámení události CAAR roste, poté výrazně klesá a od šestého dne opět roste a dosáhne svého maxima v osmém dni.

**Obr. 2: Kumulativní průměrný abnormální výnos během 21 dní okolo dne oznámení události**

Zdroj: vlastní zpracování.

## Závěr

Tato práce se zabývala zkoumáním kumulativních abnormálních výnosů na oznámení přeshraničních fúzí a akvizic ze strany akvizujících společností z pěti rozvojových států: Turecka, Indonésie, Mexika, Filipín a Jižní Afriky. Dohromady, 51 transakcí v průběhu deseti let od roku 2000 do roku 2010 byly zkoumány a výsledky z tabulky 1 nasvědčují tomu, že akvizující firmy z rozvojových zemí dosáhly negativního abnormálního výnosu -0,27 % ve dne oznámení události a pozitivního průměrného abnormálního výnosu (AAR) 0,51 %, nicméně tyto výnosy jsou statisticky nevýznamné, jak u parametrických, tak ne-parametrických testů. Denní průměrný abnormální výnos (AAR) je statisticky významný (pozitivní) až u pátého dne po oznámení události a to 0,05 %.

U kumulativních průměrných abnormálních výnosů (CAAR) vidíme negativní významné výnosy 1,8 % v rozmezí (-10, +10) dní a pozitivní významné CAAR 0,61 % až 0,88 % v rozmezí (0, +3) a (0, +5) dní. Ne-parametrický test potvrzuje zjištění, že CAAR pro (0, +3) a (0, +5) jsou statisticky významné (přes 60 % všech akvizujících firem zažily pozitivní CAR). Vzhledem k hospodářskému růstu a kontinuální integrace světových trhů se dá očekávat, že zvyšující se počet přeshraničních fúzí a akvizic porostou i nadále v příštích několika letech. V tomto článku jsem zkoumal účinky přeshraničních fúzí a akvizic společnosti ze seskupení TIMPS na bohatství jejich akcionářů. Výsledky dokumentují pozitivní dopad přeshraničních fúzí a akvizic na hodnoty akcií akvizujících firem.

## Literatura:

- [1] Alexandridis, G. – Petmezas, D. – Travlos, N. G. (2010): *Gains from Mergers and Acquisitions around the World: New Evidence*. Financial Management, 2010, roč. 39, č. 4, s. 1671-1695.
- [2] Aybar, B. – Ficici, A. (2009): *Cross-Border Acquisitions and Firm Value: An Analysis of Emerging-Market Multinationals*. Journal of International Business Studies, 2009, roč. 40, č. 8, s. 1317-1338.
- [3] Bhagat, S. – Malhotra, S. – Zhu, P. C. (2011): *Emerging Country Cross-Border Acquisitions: Characteristics, Acquirer Returns and Cross-Sectional Determinants*. Emerging Markets Review, 2011, roč. 13, č. 2, s. 250-271.
- [4] 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, 2008, roč. 50, č. 4, s. 259-270.
- [5] Bruner, R. (2004): *Applied Mergers and Acquisitions*. Hoboken, Wiley, 2004.

- [6] Buckley, P. J. – Ghauri, P. N. (2004): *Globalization, Economic Geography and the Strategy of Multinational Enterprises*. Journal of International Business Studies, 2004, roč. 35, č. 2, s. 81-98.
- [7] Campa, J. – Hernando, I. (2004): *Shareholder Value Creation in European M&As*. European Financial Management, 2004, roč. 10, č. 1, s. 47-81.
- [8] Danbolt, J. – Maciver, G. (2012): *Cross-Border versus Domestic Acquisitions and the Impact on Shareholder Wealth*, Journal of Business Finance and Accounting, 2012, roč. 39, č. 7, s. 1028-1067.
- [9] Francis, B. B. – Hasan, I. – Sun, X. (2008): *Financial Market Integration and the Value of Global Diversification: Evidence for US Acquirers in Cross-Border Mergers and Acquisitions*, Journal of Banking & Finance, 2008, roč. 32, č. 8, s. 1522–1540.
- [10] Goddard, J. – Molyneux, P. – Zhou, T. (2011): *Bank Mergers and Acquisitions in Emerging Markets: Evidence from Asia and Latin America*. European Journal of Finance, 2011, roč. 18, č. 5, s. 419-438.
- [11] Goergen, M. – Renneboog, L. (2004): *Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids*, European Financial Management, 2004, roč. 10, č. 1, s. 9-45.
- [12] 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, 2010, roč. 41, č. 3, s. 397-418.
- [13] Chari, A. – Ouimet, P. – Tesar, L. (2010): *The Value of Control in Emerging Markets*. Review of Financial Studies, 2010, roč. 23, č. 4, s. 1741-1770.
- [14] 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, 2010, roč. 27, č. 3, s. 523-539.
- [15] Kohli, R. – Mann, B. J. S. (2011): *Analyzing Determinants of Value Creation in Domestic and Cross-Border Acquisitions in India*. International Business Review, 2011, roč. 21, č. 6, s. 998-1016.
- [16] Lowinski, F. – Schiereck, D. – Thomas, W. (2004): *The Effect of Cross-Border Acquisitions on Shareholder Wealth- Evidence from Switzerland*, Review of Quantitative Finance and Accounting, 2004, roč. 22 č. 4, s. 315-330.
- [17] Ma, J. – Pagan, J. A. – Chu, Y. (2009): *Abnormal Returns to Mergers and Acquisitions in Ten Asian Stock Markets*, International Journal of Economic, 2009, roč. 14, č. 3, s. 236-250.
- [18] Mann, B. J. S. – Kohli, R. (2011): *Target Shareholders' Wealth Creation in Domestic and Cross-border Acquisitions in India*. International Journal of Commerce and Management, 2011, roč. 21 č. 1, s. 63-81.

- [19] Martynova, M. – Renneboog, L. (2008): *A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand?* Journal of Banking & Finance, 2008, roč. 32, č. 10, s. 2148-2177.
- [20] Moeller, S. B. – Schlingemann, F. P. (2005): *Global Diversification and Bidder Gains: A Comparison between Cross-Border and Domestic Acquisitions.* Journal of Banking and Finance, 2005, roč. 29, č. 3, s. 533-564.
- [21] Mulherin, J. H. – Boone, A. L. (2000): *Comparing Acquisitions and Divestitures,* Journal of Corporate Finance, 2000, roč. 6, č. 2, s. 117-139.
- [22] Oelger, M. – Schiereck, D. (2011): *Cross-Border M&As and Stock Market Integration – Evidence from Turkey Market,* International Journal of Economics and Research, 2011, roč. 2, č. 3, s. 40-55.
- [23] Rahahleh, N. A. – Wei, P. P. (2012): *The Performance of Frequent Acquirers: Evidence from Emerging Markets.* Global Finance Journal, 2012, roč. 23, č. 1, s. 16-33.
- [24] Renze-Westendorf, M. – Schiereck, D. – Zeidler, F. (2009): *Cross-Border Acquisitions and Shareholder Wealth-Evidence from Spain,* Management Research, 2009, roč. 7, č. 2, s. 127-140.
- [25] Schwert, G. W. (1996): *Markup Pricing in Mergers and Acquisitions,* Journal of Financial Economics, 1996, roč. 41, č. 2, s. 153-192.
- [26] UNCTAD (2015): *World Investment Report 2015: Annex Tables.* [on-line], Geneva, United Nations Conference on Trade and Development, c2015, [cit. 20. 10. 2015], <<http://unctad.org/en/Pages/DIAE/World%20Investment%20Report/Annex-Tables.aspx>>.
- [27] Wong, A. – Cheung, K. Y. (2009): *The Effects of Merger and Acquisition Announcements on the Security Prices of Bidding Firms and Target Firms in Asia,* International Journal of Economics and Finance, 2009, roč. 1, č. 2, s. 274-283.

## **Přeshraniční fúze a akvizice a jejich vliv na bohatství akcionářů**

*Hoang Long Pham*

### **ABSTRAKT**

Cílem tohoto příspěvku je analyzovat dopad přeshraničních fúzí a akvizic na bohatství akcionářů u akvizujících firem z rozvojových zemí, se zaměřením na integraci kapitálových trhů. Práci zkoumá, jaký dopad má oznámení o převzetí na akcie akcionářů akvizujících firem ze seskupení států TIMPS. Data jsou z období 2000-2010 a analýza je provedena pomocí Event study metodologií. Výsledky analýzy ukazují významné pozitivní abnormální výnosy pro akvizující firmy. Tato studie by mohla být prospěšná pro akcionáře, manažery globálních fondů, jakožto i pro finanční regulátory.

**Klíčová slova:** Přeshraniční fúze a akvizice; Event study analýza; TIMPS.

## **Impact of Cross-border Mergers and Acquisitions on Acquirers' Shareholders Wealth**

### **ABSTRACT**

The objective of this paper is to analyze the impact of cross-border merger and acquisitions on shareholders wealth of acquiring firms from developing countries with a focus on capital market integration. I examine whether announcement effects of takeovers differ for shareholders in developing countries with a developing capital market and highly growing economy from studies for developed markets. Data is used for TIMPS from the period 2000-2010 and standard event study methodology is used for this purpose. I find significant positive abnormal returns for acquirers. The study could be relevant for shareholders, global fund managers as well as financial regulators.

**Key words:** Cross-border merger and acquisition; Event study analysis; TIMPS.

**JEL classification:** G30, G34.