Metody měření výkonnosti/efektivnosti přeshraničních fúzí a akvizic – rozvíjející se ekonomiky[#]

*Hoang Long Pham**

Úvod

Přeshraniční fúze a akvizice (F&A) podniků (společností) jsou jedním z nejvýznamnějších jevů posledních dvou dekad po celém světě. Zasáhly mnoho společností napříč podnikatelským spektrem, jak v rozvinutých zemích, tak i v zemích rozvíjejících se. Důležitým faktorem růstu významu přeshraničních fúzí a akvizic je postupující sjednocování světa (globalizace).

Přeshraniční fúze a akvizice můžeme vnímat jako jednu z hlavních forem integrace, která umožňuje podnikům vytvářet synergie, získat úspory z rozsahu, snižovat náklady, zvyšovat tržní sílu a celkově vytvářet konkurenční převahu.

Po celá desetiletí bylo studium výkonnosti fúzí a akvizic součástí strategického managementu, podnikových financí a organizačního behaviorismu. Přestože značná část výzkumů byla a je zaměřena na tuto problematiku, stále neexistují žádné obecné charakteristiky, jak se dá napříč oborovými disciplínami, tak i v rámci jednotlivých disciplín, měřit výkonnost fúzí a akvizic. Přístupy v měření výkonnosti a efektivnosti fúzí a akvizic se liší v několika směrech (Zollo aj., 2004):

- subjektivní (stupněm integrace, realizace synergií a efektivností) a objektivní pohledy měření (finanční a účetní přístup),
- krátkodobé (několik dní před a po oznámení F&A) a dlouhodobé (až do pěti let po uzavření F&A) časové horizonty,
- od organizačních úrovní analýzy až k úrovni transakce (zlepšení výkonnosti podniku nebo konkurenční pozici).

Volba způsobu měření výkonnosti byla vždy náročnou záležitostí pro akademiky z různých disciplín. Finance, ekonomika a podobné disciplíny se většinou spoléhaly na objektivní metodiky v měření výkonnosti, jako jsou pohyby cen na akciových trzích, včetně výnosnosti akcií (např. Bhagat aj., 2012; Chen aj. 2010; Gubbi aj., 2010), nebo používaly účetní údaje k posouzení výsledků F&A (např. Wu aj., 2010; Kanika, 2013). Nicméně, nejednotnost použitých metodik může znamenat potenciální problém při výběru vhodného způsobu pro měření výkonnosti F&A. Různé metodiky mohou mít různé, konfliktní závěry a může dojít k brzdění rozvoje znalostí (King aj., 2004). Například, v rámci tržního modelu a výběru krátkodobého horizontu, bylo zjištěno, že F&A vytvářejí hodnotu pro akcionáře. Nicméně, v rozporu s těmito výsledky, jiné výzkumy zdokumentovaly, že ceny akcií v dlouhodobém horizontu (v průběhu pětiletého horizontu) vykazují, jak ekonomicky, tak statisticky negativní tendence. (Knif aj., 2013)

Proto je nutné, abychom byli schopni odpovědět na kritické otázky typu, jak se měří po-F&A výkonnost/efektivnost a to, co vysvětluje jejich výkonnost? Jaké jsou výsledky při

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu IGA VŠE F1/64/2014 *Analýza přístupů a metod měření výkonnosti (efektivnosti) fúzí a akvizic a měření a hodnocení výkonnosti private backed equity IPO.*

^{*} 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>.

použití různých přístupů? Někteří akademici provedli meta-analýzy (King aj., 2004; Zollo aj., 2008), ve snaze na tyto otázky odpovědět, nicméně, získané poznatky nejsou konzistentní. Někteří výzkumníci tvrdí, že problém tkví v rozmanitosti metod pro měření výkonnosti, jiné vidí problém v používání a porovnávání různých přístupů a metod, jako by měřily stejné funkcionality. Někteří výzkumníci zdůrazňují, že každá F&A je jedinečná a proto srovnání výsledků v rámci různých typologií a nastavení nemá smysl. (Meglio aj., 2011).

Z tohoto důvodu si koncept měření výkonnosti zaslouží detailnější pozornost, jelikož výkonnost fúzí a akvizic je stále považována za rozporuplnou. V naší práci zanalyzujeme, co se měří (jak výkonnost je koncipována), jak se měří (metody měření), období určené pro měření, speciálně pro rozvíjející se ekonomiky. Sjednocení a konsolidace existující literatury může posloužit jako základ pro rozšíření teorie v oblasti zájmu. Také identifikace klíčových otázek (měřících metod) v existující literatuře může vytvořit rámec pro další výzkum v oblasti přeshraničního F&A.

Cílem této práce je zanalyzovat, sloučit a popsat způsoby měření výkonnosti fúzí a akvizic a jejich vlivy na finanční výkonnosti zúčastněných společností. Snahou bude přispět k porozumění a přinést nový pohled na současné chápání konceptu měření výkonnosti přeshraniční F&A.

Obr. 1: Hodnota přeshraničních F&A podle regionů/ekonomiky nabyvatele

Zdroj: UNCTAD (2013)

Měření výkonnosti přeshraničních fúzí a akvizic

Výkonnost může být považována za ukazatel účinnosti a efektivnosti přeshraničních F&A. Jak již bylo zmíněno výše, existuje mnoho způsobů měření výkonnosti, nicméně, akademikům se nepodařilo přijít s univerzálním nebo obecným způsobem, jak se dá měřit výkonnost F&A. Pokud jsou přístupy k měření nejednoznačné a rozporuplné, je důležité kvalifikovat, co se měří. Hlavním cílem je zabránit srovnávání různých přístupů, jelikož každý přístup měří něco jiného. Níže budeme diskutovat a analyzovat metody, které akademici používají k měření výkonnosti. Pokusíme se rozebrat více do detailů hlavní, nejdůležitější přístupy, které ovlivňují proces měření výkonnosti. Na Obr. 2 můžeme vidět schéma pro měření výkonnosti přeshraniční F&A.

Schéma je rozdělena do dvou skupin, které popisují, jak se měří výkonnost přeshraničních F&A a to z pohledu finančního i nefinančního. Finanční skupina se skládá ze tří přístupů:

z tržního, účetního a hodnocení manažerů. Tržní přístup se měří pomocí tržní hodnoty akcií společnosti v době oznámení F&A nebo v době jejího uzavření. Tržní hodnota akcií se obvykle měří pomocí *CAR* (Cumulative Abnormal Returns) nebo *CAAR* (Cumulative Average Abnormal Returns) v krátkodobém horizontu několika dnů po oznámení F&A, nebo v dlouhodobém horizontu několika let po F&A. Dlouhodobá výkonnost se měří pomocí Buy-and-hold, calendar-time nebo CAPM metod. Měření pomocí tržních přístupů jsou pouze pro veřejně obchodovatelné společnosti.

Obr. 2: Měření výkonnosti fúzí a akvizic

Výkonnost	Přístup	Dimenze	Indikátory
Finanční výkonnost	Tržní přístupy	Tržní hodnoty akcií (<i>CAR</i> , <i>CAAR</i>)	Krátkodobá výkonnost – tržní modely, <i>CAR</i>
			Dlouhodobá výkonnost (<i>BHAR</i> , calendar-time, <i>CAPM</i>)
	Účetní přístupy	Rentability	— <i>ROA</i> , <i>ROS</i> , <i>RONW</i> , <i>EVA</i>
		Likvidity a Cash Flow	— Běžná, pohotová, okamžitá likvidita, cash flow
		Růst	— Růst tržeb
Hodnocení z pohledu manažerů	Efektivita	— Analýza obalu dat	
	Hodnocení senior manažerů	— Případové studie, survey, dotazníky	
Nefinanční výkonnost	Operační / Provozní přístup	Marketing	— Podíl na trhu, retence zákazníků
		Řízení lidských zdrojů	— Retence zaměstnanců, kulturní synergie
		Produktivita	— Nákladová synergie
	Overall / celkový přístup	Úspěch (success)	— Integrační úspěch, přenos know-how, inovace
		Přežití (survival)	— Akviziční survival

Zdroj: vlastní ilustrace

Účetní přístup spoléhá na finanční informace z účetních záznamů jednotlivých společností a jsou obvykle vyjádřeny v hodnotách, poměrech, nebo v procentech. Účetní přístup je rozdělen do čtyř různých podskupin. První podskupinou je zisk, a měří se hlavně návratnost aktiv (*ROA*, *return on assets*), rentabilita tržeb (*ROS*, *return on sales*), čistého jmění (*RONW*, *return on net worth*) nebo ekonomické přidané hodnoty (*EVA*, *economic value added*). Druhou podskupinou je likvidita a cash flow, a ta je zaměřena na běžnou, pohotovou a okamžitou likviditu cash flow. Třetí podskupinou tvoří růst a zaměřuje se na růst tržeb. Poslední podskupinu představuje efektivita a měří efektivnost finančních ukazatelů pomocí analýzy obalu dat.

V posledních několika letech akademikové začínají také používat názory senior manažerů k hodnocení výkonnosti F&A. V rámci tohoto přístupu se používají případové studie, průzkumy a speciální dotazníky pro měření výkonu F&A.

Nefinanční měření výkonnosti obsahuje provozní (operating) a celkovou (overall) výkonnost. Provozní přístup se dále člení do tří podskupin, marketing (měřeno podílem na trhu), inovace (počet patentů nebo patentových frekvencí) a produktivita (nákladové synergie). Celková výkonnost se dělí do dvou dimenzí: úspěšnosti (měřeno dle stupně dosaženého cíle pro F&A) a přežití. Z Obr. 2 můžeme vidět, že způsoby a koncept pro měření výkonnosti

přeshraničních F&A jsou nejasné s nedostatečnou shodou o tom, jak ji měřit. Jinými slovy, můžeme říci, že Obr. 2 dokazuje, že akademikové měří F&A různými způsoby, pomocí širokých škál ukazatelů, pomocí různých obecných nebo specifických definic, v odlišných časových horizontech a jednotkách analýzy.

Tržní přístupy v měření výkonnosti – Event study methodology

Měření v krátkodobém horizontu

Jak jsme již zmínili výše, finanční oblast a zejména tržní přístupy převažují při hodnocení výkonnosti. Základním principem tržního přístupu je snaha o maximalizaci tržní hodnoty akcií (shareholder wealth). Proto optimálním kritériem pro měření výkonnosti představuje zkoumání vývoje cen akcií cílové firmy nebo cen akcií nabývajících firmy po určitou dobu před a po oznámení F&A. Data jsou snadno přístupná pro všechny veřejně obchodované firmy (Campa aj., 2004).

Značná část empirických výzkumů se zaměřuje na *CAR* (krátkodobé abnormální akciové výnosy), pár dní před a po uzavření F&A. (např. Aybar aj. 2009; Rahahleh aj., 2012; Kohli aj., 2011) Největší nevýhodou *CAR* v krátkodobém horizontu je nekonzistence dat. Kromě toho krátkodobé měření nezahrnuje veškeré reakce trhu na oznámení F&A, jelikož účastníci trhu mají tendenci pomalu reagovat na finanční a strategické rozhodnutí. Proto je důležité spíše měřit výkonnost F&A (pohyby akcií) i z dlouhodobého hlediska. Nicméně, většina studií a výzkumů pro rozvíjející se ekonomiky používají k výpočtu *CAR* krátkodobý horizont 2 až 5denní rozpětí k měření změny akcií. Výsledky zkoumané v krátkodobém horizontu obecně prokazují nejednoznačné výsledky. Podle některých výzkumů (Boateng aj., 2008; Goddard aj., 2011) přeshraniční F&A mají pozitivní dopad na akcie akvizujících firem. Nicméně, Aybar aj. (2009) ve svém výzkumu došel k závěru, že přeshraniční F&A firem z rozvojových zemí ničí hodnotu akcií.

Tržní modely mohou trpět vážnými omezeními. První omezení spočívá v tom, že krátkodobý horizont 2 až 5denní rozpětí k měření změny akcií představuje *ex ante*, a nikoli *ex post* měření, což jen odráží očekávání investorů pro budoucí zisky, a proto tímto způsobem nelze předpovědět budoucí ziskovosti F&A. Dalším omezením této metody je, že nemůže být používána pro společnosti, které nejsou veřejně obchodovatelné, a také, že všechny pohyby cen akcií nemusí být jen výsledkem dané akvizice (Schoenberg, 2006).

Nejběžnějším způsobem, jak měřit krátkodobé abnormální výnosy, je kumulativní abnormální výnos (*CAR*) a kumulativní průměrný abnormální výnos (*CAAR*). Abnormální výnos může být definován jako rozdíl mezi skutečným výnosem po oznámení F&A a očekávaným výnosem, to znamená výnosem akcií v případě, že by se F&A neuskutečnil (MacKinlay, 1997).

Pro firmu *i* v čase *t*, abnormální výnos (returns) je podle MacKinlaye (1997):

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}), \quad (1)$$

kde AR_{it} = abnormální výnos 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*,

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt} + \varepsilon_{it}, \quad (2)$$

kde R_{mt} = výnos srovnávacího indexu trhu v čase *t*,

ε_{it} = nulová střední hodnota,

α_i, β_i = parametry tržního modelu – hledané proměnné,

$$CAR_{it} = \sum_{i=1}^t AR_{it}, \quad (3)$$

kde CAR_{it} = kumulativní abnormální výnos a je souhrnným výnosem AR_{it} .

Měření v dlouhodobém horizontu

Jen malý počet studií zaměřujících se na rozvíjejících se trhy se orientuje na výnosy akcií v dlouhodobém horizontu (až do 5 let po oznámení F&A). Výzkumy prováděné (Bhagat aj., 2011; Soongswang, 2010) indikují pozitivní dopad pro akcionáře cílových firem (významné zvýšení zisku akcií). Nicméně, výsledky pro akvizující firmy jsou zcela nejednoznačné. Někteří docházejí k závěru, že akvizující firmy mohou zažít výrazně negativní abnormální výnosy v průběhu jednoho až tří let ode dne nabytí. Podle Lyona aj. (1999) dlouhodobé abnormální výnosy jsou velmi citlivé na volbu metod a měřítek. Pokud jsou kritéria chybně vybrána a použita při měření dlouhodobých abnormálních výnosů, závěry mohou být chybné. Proto, vědci by měli věnovat značnou pozornost metodickým problémům, které by prokazatelně mohly mít významný vliv na měření výkonnosti. Veškeré výsledky, ukazující dlouhodobou abnormální návratnost (výnosnost), by měly být konzistentní v různých metodologických výběrech.

Jak bylo uvedeno výše, existuje několik důležitých otázek při měření dlouhodobých abnormálních výnosů akcií, a to výběr estimatorů (odhadů) abnormálních výnosů a zejména výběr referenčních modelů. Standardním estimátorem abnormálních výnosů je kumulativní abnormální výnos CAR , který se vypočítá jako součet měsíčních abnormálních výnosů po dnech oznámení F&A. Dalším, velmi známým estimátorem, je buy-and-hold abnormal return $BHAR$, který se počítá jako $BHAR$ vzorové firmy mínus $BHAR$ na srovnávacím portfoliu firem.

$$\prod_{t=1}^T (1 + AR_{it}) - \prod_{t=1}^T (1 + E(R_{it})) \quad (4)$$

Metoda $BHAR$ je velmi populární v nedávných studiích. Barber aj. (1997) preferují $BHAR$, protože přesně měří zkušenosti investorů (investor experience). Nicméně, jiní (např. Antoniou aj. 2006; Bauwman aj. 2009) argumentují tím, že $BHAR$ ignoruje cross-sectional dependence (průřezová studie závislosti) abnormálních výnosů, což má za následek nadhodnocených testových statistik. Dále, $BHAR$ je nejvíce ovlivněna šikmostí a nevyvážeností (skewness and rebalancing biases). Z tohoto důvodu se doporučuje jako spolehlivější postup použít současně oba tyto estimatory (odhady) pro měření dlouhodobých abnormálních akciových výnosů.

Další klíčovou otázkou v long-term event study je, jak vypočítat očekávané výnosy pro danou akcii a jaké benchmark modely použít. V návaznosti na teorii Barber aj. (1997) můžeme rozdělit benchmark modely pro výpočet dlouhodobých abnormálních výnosů akcií do tří kategorií. První kategorii tvoří referenční portfolio, které používá výnos referenčního portfolia jako očekávaný normální výnos. Do referenčních portfolií patří size reference portfolio, b/m (book-to-market ratio of equity) portfolio. Druhá kategorie se nazývá kontrolní portfolio, a srovnává vybrané (sample) firmy k vedoucím (control) firmám na základě specifických charakteristik jako je velikost nebo b/m vedoucích firem. Třetí a nejoblíbenější kategorií benchmark modelů představují calendar-time regresní modely. Nejznámějšími modely jsou Market model, Market-adjusted model, Capital Asset Pricing Model (CAPM) a Fama–French Three-Factor Model.

Nicméně, který benchmark model je nejvhodnější, zůstává stále nevyřešeným problémem. Každopádně, kombinace velikosti firmy, firm size, beta a book-to-market value modely lépe

vysvětlují průřezovou změnu (cross-sectional variation) v podílu na výnosech. Mitchell aj. (2000) naopak doporučuje calendar-time regression modely.

Jelikož, výsledky long-term event study jsou závislé na použitých modelech, částečně to může vysvětlit protichůdné závěry v předchozích výzkumech. Také, přeshraniční F&A obvykle mají jiné cíle než jen zvyšování hodnoty akcií pro akcionáře. Je snadné přehlédnout jiné aspekty v přeshraničních F&A a procesy, které mohou mít vliv na její výsledky, pokud se zaměříme jen na to, co je měřitelné. S cílem získat rozsáhlé a konsistentní výsledky, se akademikové kloní k myšlence používat více modelů najednou pro měření dlouhodobých abnormálních akciových výnosů. Nicméně, jen velmi málo studií používá mnohonásobné modely ke zkoumání dlouhodobých výnosů akcií. Ačkoli, long-term výkonnost je velmi známým a široce používaným přístupem k měření výkonnosti, jen velmi málo akademiků používá tuto metodu pro firmy v rozvíjejících se zemích. Jen Soongswang (2010) a Bhagat aj. (2011) použili Buy and Hold Abnormal Returns pro měření výkonu F&A v rozvíjejících se zemích. Jejich výsledky ukazují pozitivní abnormální výnos 10 % pro akvizující firmy v dlouhém horizontu a pozitivní a významný výnos 1,09 % ve dni oznámení F&A.

Účetní přístup

Vzhledem k tomu, že studie dlouhodobých abnormálních výnosů akcií (*CAR*, *BHAR*) se potýkají s různými problémy (zkreslení abnormálních výnosů, zkreslení vyváženosti atd.), účetní přístupy mohou hrát důležitou roli a být atraktivním přístupem v měření výkonnosti. Hlavní myšlenka tohoto přístupu spočívá v analýze změn v účetnictví, jako jsou změny zisku nebo poměru nákladů, nebo obojí, jak před, tak i po F&A. Účetní přístupy měří ziskovost, výkonnosti cash flow, produktivitu, růst aktiv, nebo tržeb prodeje. Například, ve svém výzkumu, Martynova aj. (2008) používají účetní ukazatele k měření přeshraničních F&A a hodnocení jejich výkonnosti.

Za hlavní výhodou této metody se považuje jednoduchost při jejím používání, v porovnání s tržními modely. Nevýhodou tohoto přístupu tvoří, jako u „long-term event study“, začlenění dopadů vnějších faktorů do kalkulace, jelikož účetní přístup spíše odráží minulost než aktuální stav a také účetní data mohou být manipulovatelná (Hult aj. 2008). Kromě toho, některé finanční ukazatele, jako je například ROA, mohou být ovlivněny metodou financování F&A (hotovost, dluhopisy). Další nevýhodou použití tohoto přístupu u přeshraničních F&A je rozdílnost účetních standardů v jednotlivých státech (Schoenberg, 2006, Hult aj. 2008)

V přeshraničních F&A ze strany rozvíjejících se zemí, jsme zjistili, že neexistují k dispozici žádné studie s použitím dlouhodobých účetnictví metod měření jako cash flow, rentability a návratnosti aktiv. Částečně, jen Bertrand aj. (2011) používá GMM (Generalized method of moments) pro měření ROA v Rusku. Vzhledem k tomu, že převládajícím motivem pro provádění přeshraniční F&A je získání a rozvíjení strategických výhod v dlouhodobém horizontu, použití dlouhodobých účetnických měření se může jevit jako vhodný způsob.

Nicméně, některé studie (Yook, 2004) ukázaly, že měření výkonnosti u po-akvizujících firem, s využitím účetních ukazatelů nebo finančních poměrů ignorují dva důležité aspekty: maximalizaci bohatství akcionáře a náklady kapitálu. Proto, místo klasických ukazatelů, může být ekonomická přidaná hodnota (EVA), velmi efektivním nástrojem pro hodnocení výkonnosti a měla by být používána.

$$EVA = NOPAT - Capital \cdot WACC, \quad (5)$$

kde *NOPAT* = čistý provozní zisk po zdanění,
Capital = investovaný kapitál,
WACC = vážený průměr nákladů na kapitál.

NOPAT lze vypočítat, ale obvykle se dá snadno nalézt v účetních uzávěrkách jednotlivých korporací.

Vyhodnocení z pohledu manažerů (Managers' perceived performance)

Cílem této metody je, aby vedoucí pracovníci sami zhodnotili předběžné výsledky a cíle dosažené několik let po F&A a poté výsledky porovnali s počátečními záměry, před F&A (Schoenberg, 2006). Počáteční záměry jsou nadefinovány pomocí finančních a/nebo nefinančních ukazatelů. Vedoucí manažeri by měli také poskytnout „overall rating“ ke zjištění celkové úspěšnosti F&A. Hlavní výhodou použití těchto přístupů je snížení vnější faktorů. Soukromé, interní informace, mohou být použity a výsledky lze posuzovat multidimenzionálním způsobem s finančními a nefinančními informacemi (Zollo aj., 2008). Také Papadakis aj. (2010) naznačují, že je vhodné používat tuto metodu, jelikož manažerské vnímání úspěchu bude mít vliv na jejich následné jednání a ve výsledku na účinek F&A. I když, relativně málo studií se zaměřují při hodnocení přeshraniční F&A ve vyspělých státech na subjektivní posouzení vedoucími manažery, stoupající počet akademiků používá tuto metodu při hodnocení výkonnosti F&A v rozvíjejících se zemích (Deng 2009, 2010, Rui aj., 2008). Nevýhoda této metody může spočívat v subjektivní zaujatosti „managerial bias“ (Schoenberg, 2006). Další nevýhodou je potřeba více respondentů.

Závěr

Ze studia odborné literatury vyplývá, že akademici považují měření výkonnosti F&A za jeden z nejdůležitějších způsobů pro posouzení výsledků akvizičních strategií. Existují různé pohledy na měření, jakožto metodiky, benchmarky, výběry vzorků a časového horizontu úspěšnosti a efektivnosti F&A. Je třeba si uvědomit, že neexistuje univerzální způsob k měření výkonnosti F&A. Proto je důležité při měření přeshraničních fúzí a akvizic jasně definovat cíle, způsoby, metody pro měření, aby byly v souladu s motivy pro provádění F&A. Pokud motiv firmy pro F&A tvoří maximalizace hodnoty pro akcionáře, tak při použití *CAR* výsledek může být kladný, pozitivní, ale neúspěšný při použití účetních přístupů nebo přístupu hodnocení podle manažerů, naopak. Proto je nutné používat a mixovat více přístupů, a to nejen proto, že každý přístup má své klady a omezení, ale také proto, že výkonnost F&A, ve své podstatě, představuje velmi složitá a mnohostranná záležitost, a nikdo nemůže zachytit, popsat nebo změřit všechny její aspekty. A proto, výzkum v oblasti hodnocení výkonnosti přeshraničních fúzí a akvizic a zejména v rozvíjejících se ekonomikách se jeví jako stále nový a nedokončený a je třeba se jím dále zabývat.

Literatura

- [1] Antoniou, A. – Philippe A. – Huainan Z. (2006): *The Effects of the Cross-Correlation of Stock Returns on Post Merger Stock Performance*. [online], New York, Social Science Research Network, c2013, [cit. 14. 10. 2014], <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=493882>.
- [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] Barber, B. M. – Lyon, J. D. (1997): *Detecting Long Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics*. *Journal of Financial Economics*, 1997, roč. 43, č. 3, s. 341-72.
- [4] Bouwman, C. S. H. – Fuller, K. P. – Nain, A. S. (2009): *Market Valuation and Acquisition Quality: Empirical Evidence*, *Review of Financial Studies*, 2009, roč. 22, č. 2, s. 634-679.

- [5] 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.
- [6] Bertrand, O. – Betschinger, M. A. (2011): *Performance of Domestic and Cross-Border Acquisitions: Empirical Evidence from Russian Acquirers*. *Journal of Comparative Economics*, 2011, roč. 40, č. 3, s. 1-41.
- [7] 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.
- [8] Campa, J. – Hernando, I. (2004): *Shareholder Value Creation in European M&As*. *European Financial Management*, 2004, roč. 10, s. 47-81.
- [9] 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.
- [10] Deng, P. (2009): *Why Do Chinese Firms Tend to Acquire Strategic Assets in International Expansion?* *Journal of World Business*, 2009, roč. 44, č. 1, s. 74-84.
- [11] 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.
- [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, s. 397-418.
- [13] Hult, G. – Ketchen, D. – Griffith, D. – Chabowski, B. – Hamman, M. – Dykes, B. – Pollitte, W. – Cavusgi, S. (2008). *An Assessment of the Measurement of Performance in International Business Research*. *Journal of International Business Studies*, 2008, roč. 39, s. 1064-1080.
- [14] Kanika, N. (2013): *Cross Border Mergers and Acquisitions by Indian firms. An Analysis of Pre and Post-Merger Performance*. *International Journal of Management & Information Technology*, 2013, roč. 4, č. 2, s. 228-236.
- [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] King, D. – Dalton, D. – Daily, C. – Covin, J. (2004): *Meta-Analyses of Post-Acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators*. *Strategic Management Journal*, 2004, roč. 25, č. 2, s. 187-200.
- [17] Knif, J. – Kolari, W. J. – Pynnonen, S. (2013): *A Robust Test of Abnormal Stock Returns in Long-Horizon Event Studies*. [online], New York, Social Science Research Network, c2013, [cit. 14. 10. 2014], <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2292356>.
- [18] Lyon, J. D. – Barber, C. T. (1999): *Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns*. *Journal of Finance*, 1999, roč. 65, č. 1, s. 165-201.
- [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] MacKinlay, A. C. (1997): *Event Studies in Economics and Finance*. *Journal of Economic Literature*, 1997, roč. 35, s. 13-39.
- [21] Meglio, O. – Risberg, A. (2011): *The (Mis)measurement of M&A Performance. A Systematic Narrative Literature Review*. *Scandinavian Journal of Management*, 2011, roč. 27, s. 418-433.
- [22] Mitchell, M. L. – Stafford, E. (2000): *Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance*. *Journal of Business*, 2000, roč. 37, č. 3, 287-329.

- [23] Papadakis, V. M. – Thanos, I. C. (2010): *Measuring the Performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria*. British Journal of Management, 2010, roč. 21, s. 859-873.
- [24] 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.
- [25] Rui, H. C. – Yip, G. S. (2008): *Foreign Acquisitions by Chinese Firms: A Strategic Intent Perspective*. Journal of World Business, 2008, roč. 43, č. 2, s. 213-226.
- [26] Schoenberg, R. (2006): *Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics*. British Journal of Management, 2006, roč. 17, s. 361-370.
- [27] Soongswang, A. (2010): *M&A for Value Creation: The Experience in Thailand*. Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, 2010, roč. 1, č. 11, s. 28-50.
- [28] UNCTAD (2012): *World Investment Report 2012. Towards a New Generation of Investment Policies*. Geneva, United Nations Conference on Trade and Development, 2012.
- [29] UNCTAD (2013): *Web Table 10. Value of Cross-Border M&As by Region/Economy of Purchaser, 1990-2012*. [online], Geneva, United Nations Conference on Trade and Development, c2013, [cit. 14. 10. 2014], <https://www.google.cz/webhp?sourceid=chrome-instant&ion=1&espv=2&ie=UTF-8#q=WIR13_webtab10.xls>.
- [30] Wu, C. – Xie, N. (2010): *Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions Performance of Chinese Enterprises*. Procedia Social and Behavioural Sciences, 2010, roč. 2, č. 5, s. 6896-6905.
- [31] Yook, K. C. (2004): *The Measurement of Post-Acquisition Performance Using EVA*. Quarterly Journal of Business and Economics, 2004, roč. 43, č. 3, s. 67-83.
- [32] Zollo, M. – Singh, H. (2004): *Deliberate Learning in Corporate Acquisitions: Post Acquisition Strategies and Integration Capability in U. S. Bank Mergers*. Strategic Management Journal, 2004, roč. 25, s. 1233-1256.
- [33] Zollo, M. – Meier, D. (2008): *What is M&A Performance?* Academy of Management Perspectives, 2008, roč. 22, č. 3, s. 55-77.

Metody měření výkonnosti/efektivnosti přeshraničních fúzí a akvizic

Hoang Long Pham

ABSTRAKT

Fúze a akvizice (F&A) je již dlouhodobě velmi zajímavým tématem. Zejména měření výkonnosti přeshraničních fúzí a akvizic představuje v posledních několika letech velmi populární námět pro výzkum. Vědci přišli s různými způsoby, jak se dá změřit a zhodnotit výkonnost fúzí a akvizic. K dispozici jsou neprůkazné výsledky v literatuře o důsledcích přeshraničních fúzí a akvizic (F&A) na podnikové výkonnosti. Tento článek popisuje a shrnuje tři nejrozšířenější přístupy pro měření finanční výkonnosti fúzí a akvizic – účetní přístup, tržní přístup (tržní modely) a přístup založený na subjektivní hodnocení manažerů – a jejich vliv na finanční výkonnost.

Klíčová slova: Přeshraniční fúze a akvizice; Měření výkonnosti; Finanční výkonnost.

Cross-Border Mergers & Acquisitions Performance Measurement

ABSTRACT

Mergers and acquisitions (M&A) have been long attracted interest from academics. Especially the performance of cross-border mergers and acquisitions is a popular research topic in recent years. Researchers have come up with various criteria to evaluate M&A performance. There are inconclusive results on the literature on the consequences of cross border mergers and acquisitions (M&A) on corporate performance. This paper investigates and summaries the three most widely used measures of M&A financial performance, namely accounting-based measures, market models-based measures and managers' subjective assessments and its effects on the financial performance.

Key words: Cross-border Merger and Acquisition; Performance measurement; Financial Performance.

JEL classification: G34.