

BALOGH Csaba

HATÁRON ÁTÍVELŐ AKVIZÍCIÓS ÉS FÚZIÓS TRANZAKCIÓK SIKERESSÉGÉT MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐK VIZSGÁLATA

A tőkeerős magyar vállalatok az utóbbi időben, hasonlóan a külföldi multinacionális vállalatokhoz, egyre gyakrabban vesznek részt határon átívelő akvizíciós vagy fúziós tranzakcióban. Az akvizíciók és fúziók sláger jellegét ugyanakkor beárnyékolják a tanácsadók és a gazdasági sajtó által hivatkozott kutatások és felmérések eredményei, melyek szerint a megvalósított tranzakciók körülbelül 80%-a kudarcra végződik és pusztán csak 20%-a sikeres. Jelen kutatás a határon átívelő akvizíciós vagy fúziós tranzakciók sikerességére alkalmas vizsgálati rendszer felvázolásával, valamint előrejelzési célokra is alkalmas, többváltozós matematikai-statisztikai eljárásokból összeállított modellrendszer révén igyekszik segítséget nyújtani az ilyen jellegű tranzakciókat tervező vállalatoknak.

A magyar gazdaság az 1989/90-es gazdasági átalakulást követően az „emerging markets” kategóriából folyamatosan az egyre fejlettebb gazdaságok csoportjába kerül. Biztató jelei ennek az OECD, valamint az európai uniós tagságon túlmenően az elmúlt 4-5 évben magyar cégek által végrehajtott határon átívelő akvizíciós és (vagy) fúziós tranzakciók (*Cross-Border Mergers & Acquisitions*). Természetes dolog, hogy a gazdaság zászlóshajói a MOL, az OTP, valamint a DANUBIUS, TVK stb. érintettek az említett témában, hiszen a M&A tranzakciók – főleg, ha azok a határon átirányulnak, bizonyos méret –, tőkenagyság és menedzsmentismerek meglétét kívánják meg. Annak ellenére, hogy a megfelelő magyar cégek életében ezek mondhatni új dolgok, világviszonylatban az M&A tranzakciókban aktív időszakok az elmúlt százegynéhány évben többször is előfordultak. Az akvizíciók és fúziók sláger jellegét ugyanakkor beárnyékolják a tanácsadók és a gazdasági sajtó által hivatkozott kutatások és felmérések eredményei, melyek szerint a megvalósított M&A tranzakciók körülbelül 80%-a kudarcra végződik és pusztán csak 20%-a sikeres.

Ezen információk alapján King szerint két következtetés vonható le (King, 2002). Először, a M&A tranzakciók általában nem növelik a vállalatok értékét. Amennyiben ez igaz, akkor miért ragaszkodnak mégis

a vállalatvezetők az ilyen jellegű tranzakciók folytatásához, miért nem képesek megakadályozni a vállalatirányítási rendszerek ezeket a folyamatokat? Másodszor, az M&A tranzakciók növelik ugyan a vállalatok értékét, de a kutatók nem tudják kimutatni ezen érték-növekményt, a véletlen vagy mérsékelt kapcsolatokból, a felhasznált mintákból vagy mérési problémákból kifolyólag (King, 2002).

Kutatásom során a második problémával foglalkoztam. Ebből kifolyólag igyekeztem a meglévő, releváns szakirodalom feldolgozása alapján egy empirikus kutatás keretein belül fényt deríteni azokra a tranzakciókra, illetve a részt vevő vállalatokat jellemző változókra és azok kritikus értékeire, amelyek révén bizonyos hibahatárok között becslést lehet adni a tervezett tranzakció eredményességére. Ezt követően a kapott eredményekre támaszkodva kialakítani egy modellt, amelyet az eddigi megvalósított tranzakciók mintáján tesztelve (módosítva az eredmények ismeretében) alkalmassá lehet tenni egy magyarországi cég számára sikeres, határon átívelő M&A tranzakció lebonyolításának megtervezésére és megvalósítására. Céлом az M&A tranzakciók vizsgálatához kapcsolódó, két egymástól eltérő szakirodalmi irányzat, a *hagyományos megközelítési mód* és a *szervezeti megközelítési mód* integrálása volt egy modellen belül. Az M&A tranzakciókat vizsgáló

eddiggi modellek mindig csak egy megközelítési módra épültek. A kialakított modellben ezért egymást kiegészítve szerepeltettem olyan változókat és eljárásokat, amelyekre az egyes megközelítési módok épülnek. A két irányzat integrációjától elvárt eredmény az egyes megközelítési módok erősségeinek ötvöződése, illetve a gyengeségeik kiküszöbölése volt.

A felhasznált módszerek

A kutatás alapvetően magyarázó jellegű, a cél magyarázatok keresése. Mezoszintű statisztikai elemzésről lévén szó, így a vizsgálat a gazdasági szereplők egy meghatározott csoportjára vonatkozik. A keresztmetszeti vizsgálat a 2000-es időpontra vonatkozik. Az elemzésben a vizsgálat tárgyát képező alapsokaság az akvizíciók és fúziók halmazának (M&A) határon átvéhető akvizíciók és fúziók (CBM&A) részhalmaza. A minta elemei ezen szegmensben belül is a 2000. évben végrehajtott 1 egymilliárd USD-értéket meghaladó 175 darab megatranzakció. Az adatgyűjtés mintavételes, a mintavételi eljárás a nem véletlen mintavételek közül a koncentrált minta módszer. Az adatok vizsgálatánál másodelemzésre került sor.

Megfogadva Hitt és társai ajánlását a stratégiai menedzsment jelenségek jövőbeli vizsgálatára vonatkozóan, mely szerint ezen jelenségek összetettek, ezért egy elmélettel nem magyarázhatók, így több elmélet integrációjára van szükség a problémák megoldásának keresésére (Hitt et al., 1998), kutatásomban a CBM&A tranzakciók sikerességének vizsgálatánál a hagyományos és szervezeti megközelítési módokat integráltam egy modellbe.

Kutatásomban a CBM&A tranzakciók sikerességének vizsgálatánál a piaci hozamokon alapuló elemzési módszert alkalmaztam. Ez a módszer a vállalat részvényesei által realizálható hozamok vizsgálatára épül. A módszeren belül kétféle eljárással határoztam meg a hozamot: a CAR-, illetve a BAHR-eljárásokkal. Mindkét alkalmazás esetében csökkentettem a kapott hozamokat egy referencia-benchmark hozammal (tőke alternatíva költsége), amit a befektetők egy hasonló kockázatú befektetéstől elvárhattak. A referenciahozamot a tranzakcióban szereplő vállalatok méretéhez és iparágához igazodva választottam.

Hosszú távú elemzésről lévén szó a választott eseményablak a (-3; +3) év. Ez azt jelenti, hogy a tranzakciót megelőző három év adatait, valamint a tranzakciót követő három év adatait szerepeltettem az elemzésben. Kutatásomban a sikert a felvásárló vállalat szempontjából értelmeztem, és a következőképpen határoztam meg: egy tranzakciót akkor tekintettem teljes siker-

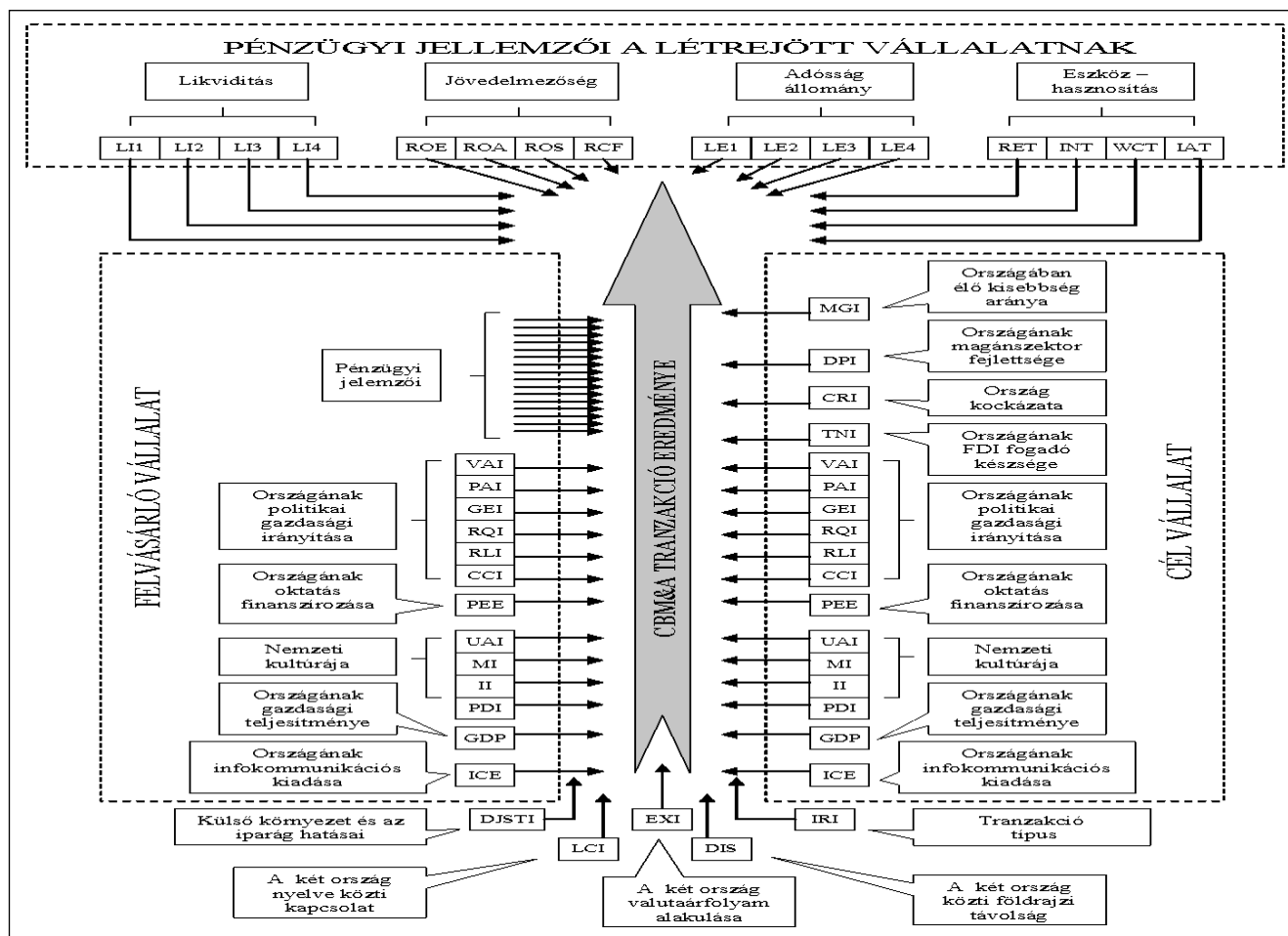
nek a felvásárló vállalat szemszögéből, ha a felvásárló vállalat részvényeinek tranzakció előtti CAR-, illetve BAHR-hozama negatív volt, a tranzakciót követően pedig pozitívvá vált. A tranzakció kudarcáról beszélhetünk, ha fordított a helyzet. Részleges a siker, ha a felvásárló vállalat részvényeinek tranzakció utáni és előtti CAR-, illetve BAHR-hozamainak értékei között javulás észlelhető, de előjelváltás nem történt (a negatív érték csökkent, a pozitív nőtt). Részleges a kudarc, ha a felvásárló vállalat részvényeinek tranzakció utáni és előtti CAR, illetve BAHR hozamainak értékei között romlás észlelhető, de előjelváltás nem történt (a negatív érték nőtt, a pozitív csökkent).

A mintában szereplő egyes mega CBM&A tranzakciók esetében több változóra vonatkozóan is végeztem megfigyeléseket. Mivel kutatásomban a vizsgálni kívánt változók száma meghaladta az ötvenet, így a faktoranalízis számomra olyan lehetőséget jelentett, amely során az eredeti változók számánál lényegesen kevesebb számú hipotetikus, mesterséges változót (faktort) tudtam képezni úgy, hogy a faktorok jól reprezentálták az eredeti változókat és tartalmazták a változórendszerben rejlő információ mennyiség jelentős részét. (1. ábra)

Az elemzés következő fázisában azt is vizsgáltam, hogy a mega CBM&A tranzakciók általam végzett csoportosítása a felvásárló vállalatok szempontjából sikeres és sikertelen tranzakciókra a CAR-, illetve BAHR-hozamok alapján igazolható-e más típusú eljárással és egyéb változók felhasználásával. Az alkalmazott módszer a klaszterelemzés, ezen belül is a k-középpontú módszer. A klaszteranalízist követően a faktorok, vagy a faktorokkal szoros kapcsolatban álló változók közül diszkriminanciaanalízissel kiválasztottam azokat a tényezőket, amelyek a leginkább elkülönítették a kialakult csoportokat.

A továbbiakban a tervezett modell megvalósításánál regressziós analízis segítségével egy többváltozós lineáris regressziós modellt hoztam létre. Mivel modellemben a már korábban ismertett hagyományos és szervezeti megközelítési módokat integráltam, ezért a változók körének kiválasztásánál kiindulásként e ket-tős csoportosítást követtem. A szervezeti megközelítési mód esetén olyan tényezők szerepeltek nagy hangsúly-lal, amelyek pénzben nem mérhetőek és esetenként számszerűsítésük is gondot okoz, mint például a kultúra kérdése. A hagyományos megközelítési mód esetében a hangsúlyt a pénzügyi folyamatokra és az ezeket befolyásoló tényezőkre helyeztem, így az alkalmazni kívánt változók a mérlegből, eredménykimutatásból és a pénzáramlás- jelentésből származó pénzügyi mutatószámokat ölelték fel.

A vizsgált tényezők és az azokat képviselő változók



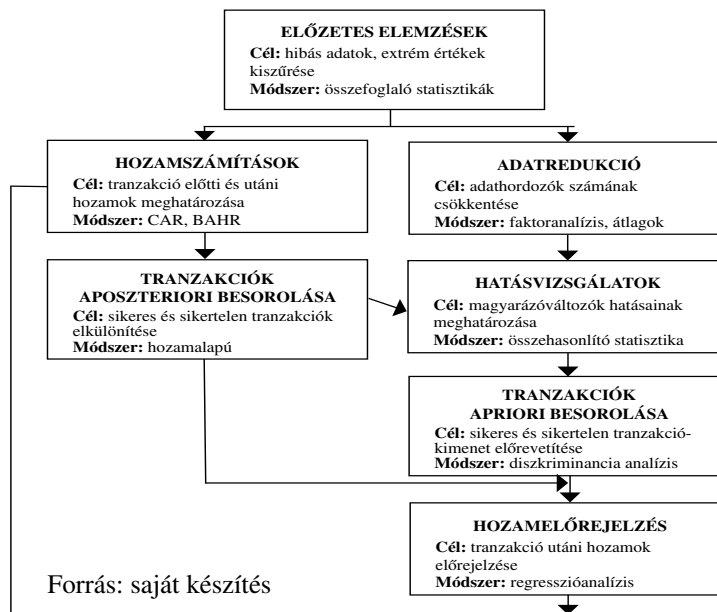
Forrás: saját készítés

2. ábra

A modellkészítés során kiindulási alapként többváltozós lineáris regressziós modellt alkalmaztam. Ennek oka a következő. A vizsgált témában készült előző kutatások (Black et al., 2001.; Conn et al., 2001) szintén ezt a modell típust alkalmazták. Így a kutatás eredményeinek az előző kutatások eredményeivel való összevetettségének ez volt az alapfeltétele. (2. ábra)

A modell a következőkben lépte túl az előző modellek korlátait. A szakirodalomban fellelhető M&A tranzakciók vizsgálatához kapcsolódó, két egymástól eltérő irányzat: a hagyományos megközelítési mód és a szervezeti megközelítési mód integrálására került sor egy modellen belül. Az eddigi két referenciamodell csak a hagyományos megközelítési módra épült. A vizsgált magyarázóváltozók száma nagyságrenddel meghaladta az említett modellek magyarázó változóinak számát.

A kialakított modell struktúrája



Forrás: saját készítés

VEZETÉSTUDOMÁNY

A kutatás eredményei

A CAR- és BAHR-eljárással végzett hozamszámítás jelentős eltérést eredményezett. Ennek oka az eljárások érzékenységbeli különbségében keresendő. A CAR-eljárás feltételezi, hogy az adott részvényt mindennap nyitáskor megvásároljuk, és nap végén értékesítjük, ami elméleti síkon elképzelhető, de gyakorlati megvalósítása valószínűtlen. Főleg hosszú távon, mivel a gyakori vásárlásokkal és értékesítésekkel járó tranzakciós költségek mértéke felemésztené az árfolyamnyereséget. A gyakorlathoz sokkal közelebb álló BAHR-eljárás ezzel szemben csak a vizsgált időszak kezdeti és végi árfolyamokkal számol, ami a kalkuláció szempontjából is jóval egyszerűbb. Célszerű tehát hosszú távú elemzésekhez a BAHR-módszert alkalmazni. A BAHR-eljárással számított mintában szereplő felvásárló vállalatok CBM&A tranzakciót követő hosszú távú hozama összhangban van Conn és társai (Conn et al., 2001) kutatásának eredményével, de eltér Black és társai (Black et al., 2001) kutatásainak eredményeitől. Ennek oka valószínűleg a választott időszakok eltéréseben keresendő. Jelen kutatás a 2000-es évben végrehajtott tranzakciókat vizsgálta, amely időszak részét képezi a konzisztens eredményeket mutató Conn és társai (Conn et al., 2001) által vizsgált 1984–2000-ig terjedő időszaknak. Ezzel szemben az eltérő eredményeket reprezentáló Black és társai (Black et al., 2001) kutatása az 1985–1995-ig terjedő időszakban létrejött tranzakciókat vizsgálta. (1 táblázat)

A kutatás eredményeinek összehasonlítása az eddigi CBM&A tranzakciót követő hosszú távú jövedelmezőséget vizsgáló tanulmányok eredményeivel

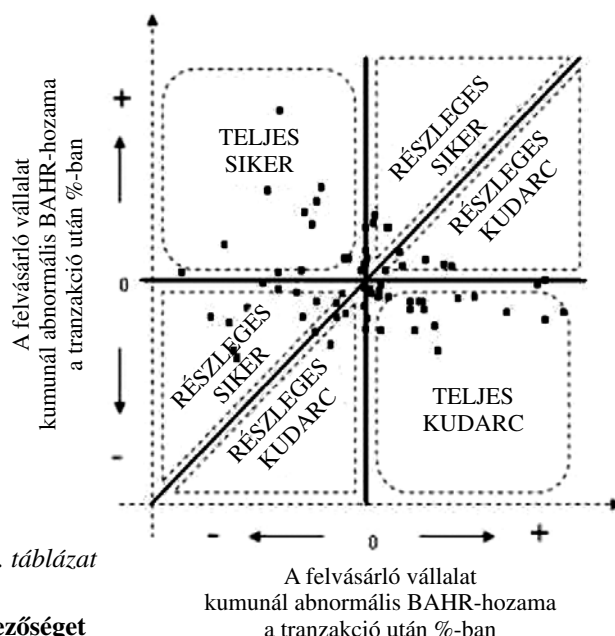
Szerző	Minta-méret és időszak	Módszer	Hosszú távú BAHR- vagy CAR-hozam
Black et al. (2001)	261 ügylet 1985–95	3–5 éves BAHR módosítva méret, MTBV és előző teljesítmény alapján	–13% 1 évre –43 % 5 évre
Conn et al. (2001)	1065 ügylet 1984–2000	1–2–3 éves BAHR módosítva méret és előző teljesítmény alapján	6% 1 évre 0% 3 évre
Balogh (2005)	175 ügylet 2000	3 éves BAHR és CAR módosítva méret és előző teljesítmény alapján	BAHR 0% 3 évre CAR 19,4% 3 évre

Forrás: Conn et al., 2002, 46. old. és saját készítés (a szürke háttérű sor mutatja a saját vizsgálatot)

A mintában szereplő CBM&A tranzakciók besorolásának általam számított eredményei alapján megállapítható, hogy szigorúan vett sikerről csak a tranzakciók 16%-nak esetén beszélhetünk. Ez az eredmény igen közel esik a bevezetőben említett 20% siker –80% kudarc általános arányhoz. Kevésbé szigorúan értelmezve a siker kritériumait az általam számított eredményarány a valamivel kedvezőbb 37% siker és 63% kudarc szinten állt be, amely még mindig csak egy gyenge közelítése a Kleinert és Klodt, 2002 által egy tranzakció sikerességére vonatkozóan megfogalmazott pénzürmefeldobás valószínűségi arányának (Kleinert–Klodt 2002). (3. ábra)

3. ábra

A mintában szereplő CBM&A tranzakciók végeredmény szerinti besorolása



1. táblázat

Forrás: saját készítés az SPSS eredményei alapján

Az adatredukció során a nagyszámú kezdeti kiindulási változóból, (több változó már eleve adattömörítés révén lett létrehozva [pl. pénzügyi mutatószámok – indexszámítás, transznacionalitási index – faktoranalízis]), adatredukciós módszerekkel sikerült csökkentenem az adatok számát olyan módon, hogy a mögöttes információtartalom a lehető legkisebb mértékben szenvedjen csorbát. Ezt egyszerű matematikai-statisztikai, valamint többváltozós adatelemzési módszerekkel oldottam meg. A hagyományos megközelítési mód által vizsgált változók közül így

31 származtatott változót, míg a szervezeti megközelítési mód által vizsgált változókból 11 származtatott változót hoztam létre. A hatásvizsgálatok során az adatredukció révén kapott származtatott magyarázóváltozók eredményváltozóra gyakorolt hatását igyekeztem kimutatni. A kiindulási állapothoz képest így eredményképpen a szervezeti megközelítési mód származtatott magyarázóváltozóiból 7, míg a hagyományos megközelítési mód származtatott magyarázóváltozóiból 18 maradt. Ezek a mesterséges sűrített változók, amelyek eredményváltozóra gyakorolt hatása a legjelentősebb, képezték a későbbi elemzések bemeneti adatait.

A tranzakciók a priori (előzetes) besorolásánál abból a feltevésből indultam ki, hogy lehetséges a hatásvizsgálat során már korábban kiválasztott származtatott magyarázóváltozók segítségével előre jelezni egy tranzakció kimenetét. Az egyes tranzakciókat a teljes siker, részleges siker, részleges kudarc, teljes kudarc csoportok valamelyikébe igyekeztem besorolni a diszkrimináló függvények segítségével. A vizsgálatot elvégeztem külön-külön a szervezeti és a hagyományos megközelítési mód származtatott változóira, majd egy közös kombinált származtatott magyarázóváltozó-halmazra. A kombinált modell 96,9%-os besorolási pontossággal megelőzte a 42,2%-os besorolási pontosságú szervezeti modellt és a 90,9%-os besorolási pontosságú hagyományos modellt is. (2. táblázat)

2. táblázat

**A modellek összehasonlítása
besorolási pontosságuk alapján**

Besorolási pontosság %-ban	Modelltípus		
	Szervezeti	Hagyományos	Kombinált
	42,2	90,9	96,9

Forrás: saját készítés az SPSS eredményei alapján

A CBM&A tranzakció utáni hozam előrejelzésre lineáris regressziómodelleket alkalmaztam. Itt szintén három modellt készítettem. A 8 modellszelekción kritérium alapján 5 esetben a kombinált modell bizonyult a legjobbnak. Ez a modell a 25 származtatott magyarázó változóval 0,551 nagyságú magyarázóerőt testesített meg a mintában szereplő CBM&A tranzakciók tranzakció utáni BAHR-hozam-alakulására vonatkozóan.

A modell finomítása során hét lépésben sikerült eljutnom a végső változathoz, amely már csak 18 származtatott magyarázóváltozóval, de már 0,774 magyarázóerőt képviselt a mintában szereplő CBM&A-tranzakciók tranzakció utáni BAHR-hozam alakulására vonatkozóan. A 18 származtatott magyarázóváltozó

közül 6 a szervezeti megközelítési mód, 12 a hagyományos megközelítési mód kategóriából került ki. (3. és 4. táblázat)

3. táblázat

**A regressziós modellek összehasonlítása
a modellszelekción kritériumok alapján**

S. sz.	Kritérium	Modelltípus		
		Szervezeti	Hagyományos	Kombinált
1.	SGMASQ	963,71	653,15	610,12
2.	AIC	1191,68	870,03	580,96
3.	FPE	1204,65	1040,97	1105,85
4.	GCV	1284,96	1607,77	3254
5.	HQ	1345,58	1160,96	862,16
6.	SCHWARZ	1719,09	2077,27	1911,41
7.	SHIBATA	1084,18	580,44	300,29
8.	R ²	0,29	0,52	0,55

Forrás: saját készítés a GRETL eredményei alapján

4. táblázat

**A javított és a kiindulási regressziós modellek
összehasonlítása a modellszelekción kritériumok alapján**

S. sz.	Kritérium	Modell típus		
		Kiindulási modell	1 javított modell	Végső modell
1.	SGMASQ	610,12	523,08	306,98
2.	AIC	580,96	545,89	408,91
3.	FPE	1105,85	931,74	489,25
4.	GCV	3254	2391,24	755,65
5.	HQ	862,16	797,90	545,65
6.	SCHWARZ	1911,41	1715,61	976,31
7.	SHIBATA	300,29	293,21	272,80
8.	R ²	0,55	0,61	0,774
9.	Változók sz.	25	24	18

Forrás: saját készítés a GRETL eredményei alapján

A szervezeti megközelítési mód származtatott változói: – a felvásárló és a célvállalat országai közötti földrajzi távolság; – az információs és telekommunikációs kiadások különbsége a felvásárló és a cél vállalat országai között; – a központi politikai és gazdasági irányítás közti minőségi különbség a felvásárló és a célvállalat országai között; – a felvásárló és a célvállalat országai közti kulturális különbség; – a felvásárló és a cél

vállalat országainak nyelvei közti hasonlóság; – a cél vállalat országában élő, a felvásárló vállalat országébéli kisebbség aránya.

A hagyományos megközelítési mód származtatott változói: – iparági kapcsolat a felvásárló és a célvállalat között; – a cél- és a felvásárló vállalat országkockázatai közötti különbség; – a létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos készletek forgási sebességi mutató értéke; – a létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos eszközök forgási sebességi mutató értéke; – a létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos vevők forgási sebességi mutató értéke; – a létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos idegentőke-aránya; – a létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos rövid távú eladósodottsága; – a létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos hosszú távú eladósodottsága; – létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos likviditási gyorsrátája; – létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos likviditási rátája; – a létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos vevők aránya a forgóeszközökön belül mutató értéke; – a létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos készletek aránya a forgóeszközökön belül mutató értéke.

Található a végső modellben 3 olyan magyarázóváltozó is, amelyek „p” értéke nagyobb volt, mint 0,1. Ez azt jelenti, hogy ezek a változók 10% szignifikanciaszinten nem szignifikánsak. Általánosan elfogadott gyakorlat azonban nem szignifikáns, de elméletileg a modellbe illő magyarázóváltozó megtartása, ha a „t” statisztikája abszolút értékben legalább 1, vagy a „p” értéke kisebb, mint 0,25 (Ramanathan, 2003). Az ilyen típusú magyarázóváltozók modellben történő szerepeltetésének oka a modell magyarázóerejének növelése, nélkülük az értéke kisebb lenne. A végső modell regressziós együtthatóinak értelmezése során a 18 magyarázó változóból 5 magyarázóváltozóhoz tartozó regressziós együttható esetében ellenkező előjelű eredmény született, mint az a közgazdasági elméletek alapján előzetesen feltételezhető volt.

Ennek oka az említett magyarázóváltozók és a modellben szereplő más magyarázóváltozók közötti szoros kapcsolat, amit a többváltozós matematikai statisztikai irodalom multikollinearitás címszó alatt tárgyal. A multikollinearitás annak ellenére, hogy a modellben szereplő magyarázóváltozókhoz tartozó regressziós együtthatók, és előjeleik értelmezésében gondot okoz, nem ront a modell előrejelző képességén, hanem javíthatja azt, így egyszerűen figyelmen kívül hagyható komolyabb következmények nélkül. A multikollinearitás tényét igazolni a regressziós modellben szereplő magyarázóváltozók közötti magas korrelációs együtthatók értékeivel lehet.

Javaslatok határon átívelő akvizíciós vagy fúziós tranzakciót tervező magyar vállalatoknak

Határon átívelő M&A tranzakció előtt álló magyar vállalatoknak egy sikeres tranzakció végrehajtásának elősegítése céljából javasolt a figyelem szentelése a tranzakció megtervezésénél és a célvállalat kiválasztásánál mind a hagyományos megközelítési mód által preferált kemény (könnyen számszerűsíthető és gyakran pénzben is kifejezhető) változókra, mind a szervezeti megközelítési mód által preferált puha (nehezen számszerűsíthető és gyakran alig értelmezhető) változókra.

Jelentős lehet a szerepe a felvásárló és célvállalat országai közti különbségeknek a tranzakció utáni teljesítményre. A felvásárló és cél vállalat országai közti – kulturális különbség, – információs és telekommunikációs kiadások különbsége, – központi politikai és gazdasági irányítás közti minőségi különbség mind ellentétes irányú (negatív), azaz teljesítménycsökkentő hatású kapcsolat meglétét sejteti. Ezzel szemben a célvállalat országában élő, a felvásárló vállalat országébéli kisebbség aránya azonos irányú (pozitív), azaz teljesítménynövelő hatású kapcsolat meglétét vetíti előre.

Javasolt a minél szorosabb iparági kapcsolat a felvásárló és a célvállalat között. Minél nagyobb a cél- és a felvásárló vállalat ország kockázatai közti különbség, annál nagyobb az elvárható hozam. Célszerű a létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos likviditási gyorsráta, valamint átlagos készletek forgási sebességi mutatóinak értéknövelése. Nincs negatív hatása a létrejött közös vállalat tranzakció utáni átlagos idegentőke-aránya növelésének sem, amennyiben ez az átlagos rövid távú eladósodottság növelésében nyilvánul meg. A felsorolt mutatók mind kifejezetten pozitív, azaz teljesítménynövelő hatású kapcsolat meglétét sejtetik.

Ajánlott azonban a létrejött közös vállalat számára a tranzakció utáni átlagos hosszú távú eladósodottság, valamint az átlagos vevők aránya a forgóeszközökön belül mutatók értékeinek minél alacsonyabb szinten tartása, mivel ezek a mutatók ellentétes irányú (negatív), azaz teljesítménycsökkentő hatású kapcsolat meglétét sejtetik.

A kialakított kombinált diszkriminancia és kombinált végső regressziós modellek lehetőséget nyújtanak a tranzakciót tervező felvásárló vállalatoknak, hogy a modellek korlátain belül előrejelzéseket készítsenek egy feltételezett célvállalattal történő tranzakció várható kimenetelére. A kombinált diszkriminancia modell a tervezett tranzakció teljes siker, részleges siker, részleges kudarc vagy teljes kudarc várható eredmények közti besorolásra tesz előrejelzést, míg a kombinált

végző regressziós modell a feltételezett tranzakció utáni várható referenciahozammal csökkentett BAHR-hozam értékére ad előrejelzést, természetesen a felvásárló vállalat szempontjából.

A kutatás lehetséges kiterjesztése

A kutatás során a legnagyobb problémát a megfelelő minta megszerzése, valamint az elemzések elvégzéséhez szükséges releváns adatokhoz való hozzájutás jelentette. Ez a probléma elméletileg könnyen kiküszöbölhető lenne, mivel léteznek olyan adatbázisok, amelyek napi frissítéssel tartalmazzák az összes eddigi megkötött M&A tranzakciót és tranzakciónként több mint 60 adatot a részt vevő felekről, illetve a tranzakcióról magáról. Ezek azonban kereskedelmi adatbázisok, szigorúan profitorientáltan működnek, és díják a kutatók számára szinte megfizethetetlenek. Ilyen adatbázison történő felépítése a kidolgozott modellnek valószínűleg sokkal pontosabb eredményekhez vezetne. Ezen eredmények érvényessége, valamint a belőlük levont következtetések így jobban általánosíthatók lennének.

A kombinált végző regressziómodellhez tartozó eredményváltozó alakulásának 22,6%-ban meg nem magyarázott részének feltárása további vizsgálatok és elemzések elvégzését kívánja meg. Adatok hiányában nem volt mód olyan magyarázóváltozók modellbe történő bevonására, mint például a fizetés módja, előzetes tapasztalatok vagy a kifizetett prémium nagysága, amelyek viszont a szakirodalom alapján a M&A tranzakciók sikerességét befolyásoló tényezők közé sorolhatók. Ezen tényezők, valamint újabb, eddig nem alkalmazott magyarázóváltozók elemzésbe történő bevonásával feltételezhetően javítható lenne a modell illeszkedése, amennyiben ezen új változók valóban szoros kapcsolatban állnak az eredményváltozóval.

A minta összetételének módosításával akár longitudinálissá is tehető a vizsgálat, ami az időbeli változások kimutatását is lehetővé teszi. A minta méretének növelésével pedig javítható lenne a becslések pontossága is.

A mintavételi hiba azonban ennek ellenére sem küszöbölhető ki, mivel egy része eleve elkerülhetetlen, és a módszer szükségszerű velejárója. Továbbá a kialakított modellben egymásra épülő többváltozós matematikai és statisztikai módszerekről van szó, amelyek mindegyike esetében a statisztikai hibát a módszertanok sajátosságából fakad, így ezek az elemzés során halmozódnak, értékük pedig rohamosan nő, rontva ezzel a becslések pontosságát. Ezen együttes hiba nem megszüntethető, hanem csak minimalizálható.

Mindazonáltal szükséges a témához kapcsolódó kutatások folytatása, hogy pontosíthassuk a már feltérképezett tényezők hatásait a határon átvélő akvizíciók és fúziók sikerességére és újabb, eddig még nem vizsgált változók hatásaira fényt deríthessünk, hatékonyabban segítve ezzel a tranzakcióban érintett vállalatok döntéshozóit.

Felhasznált irodalom

- Black, E. L. – Carnes, T. A. – Jandik T.* (2001): The long term success of cross-border mergers and acquisitions. Social Science Research Network Electronic Paper Collection: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=270288
- Conn, Ch. – Cosh, A. – Guest, P. – Hughes, A.* (2001): Long-run share performance of U.K. firms engaging in cross-border acquisitions. ESCR Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 214
- Hitt et al.* (1998): Current and Future Research Methods in Strategic Management. Organisational Research Methods, Vol. 1 No. 1, pp. 6–44. pp.
- King, D. R.* (2002): The State of Post Acquisition Performance Literature: Where to from Here? Indiana University at Bloomington School of Business Academy of Management Interactive Paper
- Kleinert, J. – Klodt, H.* (2002): Causes and Consequences of Merger Waves. Kiel Working Paper No. 1092. Kiel Institute of World Economics Kiel.
- Ramanathan R.* (2003): Bevezetés az ökonometriába alkalmazásokkal. Panem. Budapest.

E SZÁMUNK SZERZŐI

Dr. Bokor Attila, egyetemi docens, Budapesti Corvinus Egyetem; **Dr. Demeter Krisztina**, egyetemi docens, Budapesti Corvinus Egyetem; **Dr. Görög Mihály**, egyetemi docens, Budapesti Corvinus Egyetem; **Mikulás Gábor**, tanácsadó, GM Consulting; **Köntös Nelli**, egyetemi hallgató, ELTE BTK; **Balogh Csaba**, PhD. hallgató, Budapesti Corvinus Egyetem

VEZETÉSTUDOMÁNY