

BALOGH Csaba

A SIKER ELEMZÉSE A VÁLLALATOK AKVIZÍCIÓS ÉS FÚZIÓS TRANZAKCIÓINÁL

Az akvizíciók és fúziók slágerjellegét beárnyékolják a nagyarányú sikertelenségről beszámoló kutatások és felmérések eredményei. Ahhoz, hogy tudományos nézőpontból elfogadható módon interpretálhassuk az egyes kutatások M&A tranzakciók sikerességére vonatkozó eredményeit, előbb szükséges néhány fontos kérdés tisztázása. Mit értünk siker alatt? Milyen időtávon mérjük a sikert? Kinek a szempontjából értelmezzük a sikert? Milyen mintán végezzük az elemzést? Milyen módszert alkalmazunk az elemzéshez? A tanulmány a felsorolt kérdésekre adható válaszlehetőségeket elemzi.

Piacgazdasági rendszer alapján működő gazdaságokban, ahol az elsődleges szabályozó elv a szabad verseny, a vállalkozások létesülése és megszűnése jelentette természetes folyamatok mellett megfigyelhető egy harmadik jelenség is, a gazdasági alanyok koncentrációja. Legtágabb értelemben a koncentráció a másik vállalat feletti uralom megszerzése, azaz beolvadásszerű folyamatok a másik vállalat döntései felett, valamint a vállalatok egyesülése. Szűkebb értelemben csak a bizonyos mértéken felüli befolyás megszerzését és a vállalategyesülést tekintjük koncentrációnak. Leglátványosabb formái a vállalati felvásárlások és egyesülések (1. táblázat).

1. táblázat

Akvizíció és fúzió definíciói

Fúzió, egyesülés (Merger) a vállalati koncentráció legnagyobb jelentőséggel bíró formája, amikor is a társaságok közül legalább egy megszűnik és más vállalattal szervezetenként egyesül. A társasági jog szerint az egyesülés végbemehet:

beolvadással $A + B \gg A$
és összeolvadással $A + B \gg C$.

Felvásárlás, akvizíció, (Acquisition) részesedés és befolyás-szerzés. A vállalat feletti uralom vagy rendelkezési jog bizonyos mértékű megszerzése. A felvásárlás a vállalat vagyoni, illetve szavazati jogainak általában legalább többségi mértékű megszerzése. A felvásárlás történhet:

Részvényvásárlással
vagy eszközvásárlással.

Forrás: saját készítés

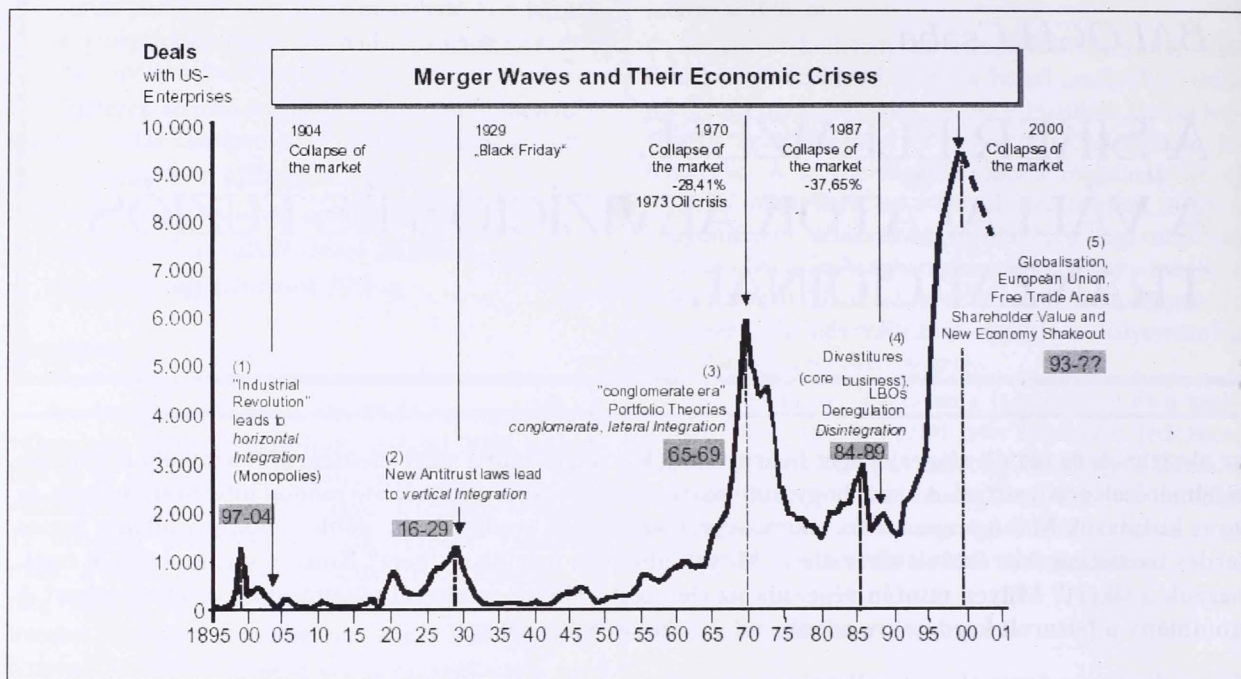
Az akvizíciók és fúziók nem új keletű dolgok. Világviszonylatban M&A tranzakciókban aktív időszakok az elmúlt száz egynéhány évben többször is előfordultak. Mint azt az 1. ábrán is láthatjuk, öt olyan akvizíciókban és fúziókban aktív időszakot különböztethetünk meg, ahol a tranzakciók száma kiugróan magas volt.

Az akvizíciók és fúziók slágerjellegét beárnyékolják viszont a tanácsadók és a gazdasági sajtó által hivatkozott kutatások és felmérések eredményei, melyek szerint a megvalósított M&A tranzakciók körülbelül 80%-a kudarccal végződik és pusztán csak 20%-uk sikeres.

Ezen információk alapján King szerint két következtetés vonható le. 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? Másodsor, a M&A tranzakciók növelik a vállalatok értékeit, de a kutatók nem tudják kimutatni ezen értéknövekményt, a véletlen vagy mérsékelt kapcsolatokból, a felhasznált mintákból vagy mérési problémákból kifolyólag (King, 2002).

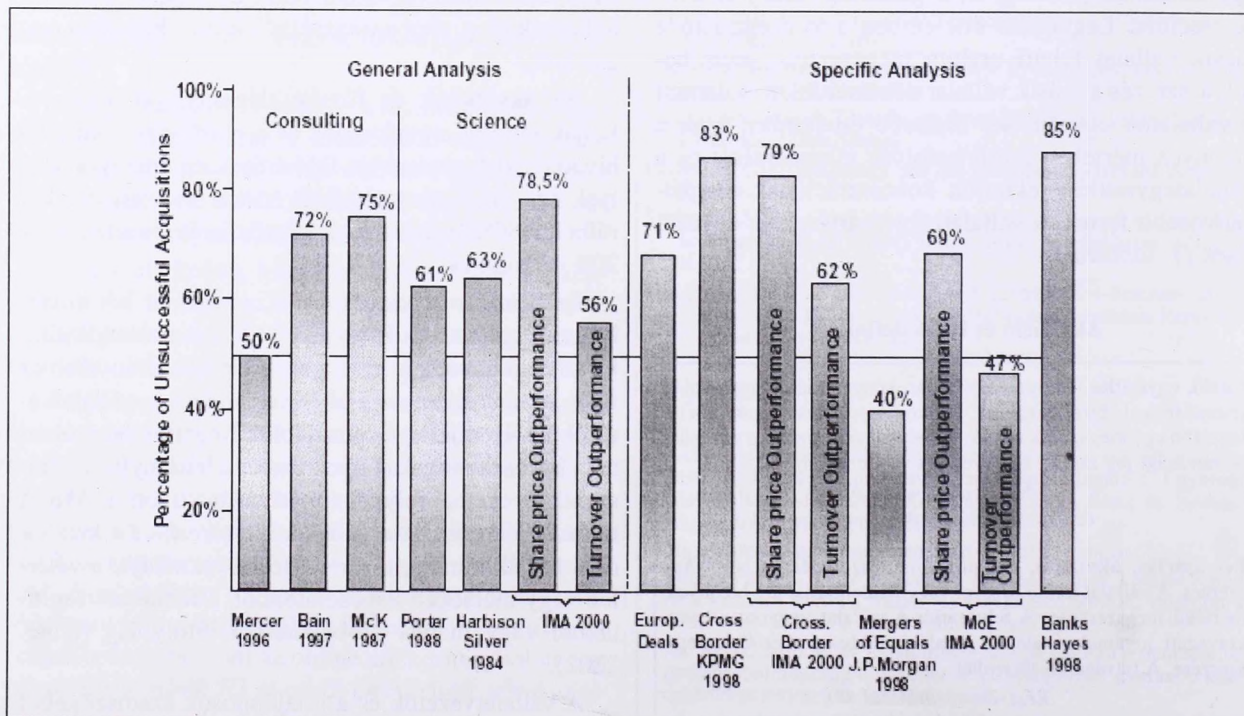
A vállalatvezetők és a tulajdonosok szemszögéből vizsgálva a M&A központi témája a tranzakciók sikeressége. Nem meglepő hát, hogy az M&A tranzakciók

Akviziációs és fúziós hullámok



Forrás: Jansen (2000) 2. old.

M & A tranzakciók sikerességét vizsgáló kutatások eredményei



Forrás: Jansen (2000) 6. old.

jövedelmezőségét vizsgáló kutatásokból száznál is többel találkozhatunk a szakirodalom tanulmányozása során. Az előzőekben említett és túlságosan is leegyszerűsített általánosítást a 80/20%-os sikertelen és sikeres arány igazolását vélhetjük felfedezni a 2. ábrán, mely szerint a M & A tranzakciók értéket csökkentenek az értéknövelés helyett. Holott a tranzakció utáni teljesítményt vizsgáló irodalom általános a-priori feltevése, hogy a M & A tranzakciókat megvalósító vállalatok elsődleges célja a teljesítmény fokozása, vagyis az értéknövelés (Carper, 1990; Lubatkin, 1983).

Ahhoz, hogy tudományos nézőpontból is elfogadható módon interpretálhassuk az egyes kutatások M & A tranzakciókra vonatkozó eredményeit, előbb szükséges néhány további fontos kérdés tisztázása. Mit értünk siker alatt? Milyen időtávon mérjük a sikert? Kinek a szempontjából értelmezzük a sikert? Milyen mintán végezzük az elemzést? Milyen módszert alkalmazunk az elemzéshez? A felsorolt kérdésekre adandó válaszok egyike sem hagyható figyelmen kívül, mivel ezek mind befolyásolják következtetéseink érvényességét.

A sikeresség eltérő értelmezési lehetőségei miatt elengedhetetlen az a priori értelmezése és definiálása a fogalomnak (Jansen, 2000). Mivel a M & A tranzakciók befektetéseknek minősíthetők, értékelésüknél gazdasági szempontokat kell figyelembe venni. Ez azt jelenti, hogy helyesen akkor járunk el, ha a nettó jelenérték módszert (Brealy – Myers, 1994) alkalmazzuk értékelési kritériumként. Sikeresnek tekinthetünk tehát minden olyan tranzakciót, amely legalább akkora hasznot hoz (a tranzakció $NPV \geq 0$) a megvalósítóinak, mint bármilyen más hasonló kockázatú befektetés.

Matematikailag egy nagyon egyszerű összefüggésről van szó, amit azonban nehéz értékekkel helyettesíteni úgy, hogy az a valóságnak és a jövőbeli értéknek megfelelően vagy legalább egy elfogadható hibakorlátok közti becslését adják.

1. képlet

M & A tranzakció szinergia értékének meghatározási módja

$$\text{M \& A haszon / szinergia érték} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B)$$

Ahol :
 PV_{AB} – az A és B vállalat együttes jelenértéke a tranzakció után
 PV_A – az A vállalat jelenértéke
 PV_B – a B vállalat jelenértéke

Forrás: Brealy és Myers (1994) 340. old.

A M & A tranzakció költsége egyszerűen adódik a következő összefüggés eredményeként.

2. képlet

M & A tranzakció költségének meghatározási módja

$$\text{M \& A költség} = \text{Kifizetés } PV_B$$

Ahol :
 Kifizetés– a B vállalat tulajdonosainak fizetett ár +
 a tanácsadóknak fizetett díjak.
 PV_B – a B vállalat jelenértéke

Forrás: Brealy és Myers (1994) 341. old.

Összevonva a két egyenletet kapjuk meg a tranzakció nettó jelenérték, a M & A haszon és költség különbségét.

3 képlet

M & A tranzakció nettó jelenértékének meghatározási módja

$$\begin{aligned} NPV &= \text{M \& A haszon} - \text{M \& A költség} = \\ &= PV_{AB} - (PV_A + PV_B) - (\text{Kifizetések} - PV_B) \end{aligned}$$

Forrás: Brealy és Myers (1994) 341. old.

A tranzakció megvalósításának akkor van értelme, ha az így kapott érték $NPV \geq 0$.

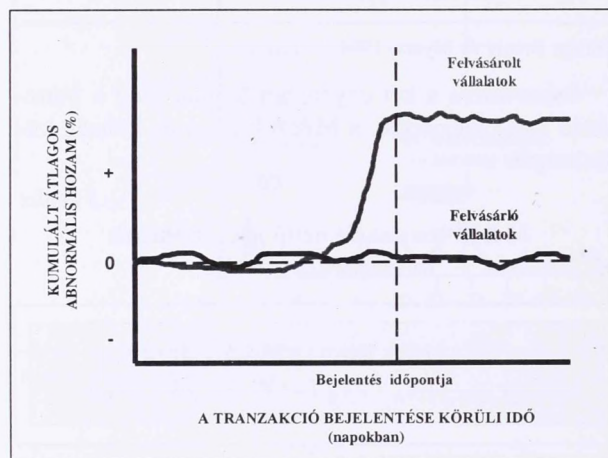
A választható időtáv lehet a rövid, illetve a hosszú táv. A rövid táv alatt itt a néhány, maximum tíz nap értendő. A rövid távú elemzésekkel foglalkozó tanulmányok 80%-ban az elemzési horizontot nem haladja meg az öt napot (egy munkahét). A hosszú táv alatt az egy év és annál hosszabb időszak értendő. A legtöbb tanulmány beéri a 365 nap alkalmazásával. Az elemzésnél alkalmazandó időtáv hossza egyébként a szakirodalomban is vita tárgyát képezi. A rövid táv ellen érvelők szerint a néhány nap nem képes a tranzakció teljes hatását megfogni, ezzel szemben a hosszú táv ellen érvelők szerint a túl hosszú időszak már más tényezők és események hatásait is magába foglalja, összesen ezeket a tranzakció hatásaival (Danbolt, 2001). Kleinert és Klodt szerint a tranzakciók legtöbb következménye a megvalósítást követő három évben fejt ki hatását (Kleinert – Klodt, 2002). A választott időtáv egyébként nagyban függ az alkalmazott módszertől és a rendelkezésre álló adatoktól.

A sikert három szempontból lehetséges értékelni. A felvásárló vállalat, a célvállalat vagy felvásárolt vállalat

lat, valamint a kettő együttes figyelembevétele szempontjából. Mint azt a 3. ábra szemlélteti nem mindegy ugyanis, hogy kinek a szemszögéből vizsgáljuk az eredményeket. A felvásárolt vállalatok részvényeseinél rövid távon egyértelmű az extraprofit lecsapódása a megnövekedett részvényárfolyam következtében, míg a támadó /felvásárló vállalat részvényeinek árfolyamában bekövetkező rövid távú értékváltozás nem ilyen egyértelmű.

3. ábra

A felvásárló és felvásárolt vállalatok abnormalis hozamainak alakulása az idő függvényében



Forrás: Buckland (2002)

A változás a legtöbb esetben a felvásárló vállalatok részvényeinek árfolyamában rövid távon nem érzékelhető (Goergen – Renneboog, 2002), sőt esetenként árfolyamcsökkenés következik be, ami értékcsökkenéshez vezet a felvásárló vállalatra nézve.

A választott minta több okból kifolyólag is hat a kutatások eredményeire és így korlátozza a következtetések megfogalmazhatóságát. Az eredmények érvényessége, az általánosíthatósága és az időbeli állandósága mintáról mintára változhat (King, 2002). A legtöbb esetben komoly gondot jelent a kutatók számára a megfelelő mintához való hozzáférés. A kutatásokhoz felhasználható gyér finanszírozási keretek már eleve beszűkítik a mintaválasztás lehetőségét. A mindenki számára hozzáférhető ingyenes adatbázisok viszont hiányosak és elavultak, amelyek komolyabb kutatások elvégzésére szinte alig nyújtanak lehetőséget és az ezekből kapott eredmények érvényessége szintén csak megkérdőjelezhető. Léteznek viszont olyan adatbázisok is, amelyek napi frissítéssel tartalmazzák az összes eddig megkötött M&A tranzakciót és tranzakciónként több mint 60 adatot a részt vevő felekről és a tranzakcióról magáról. Ezek azonban ke-

reskedelmi adatbázisok, szigorúan profitorientáltan működők és díjaik a kutatók számára szinte megfizethetetlenek.

A M&A tranzakció sikerességének vizsgálatánál négyféle elemzési technika alkalmazható (Bruner, 2002). Piaci hozamokon alapuló módszer, számviteli adatokon alapuló módszer, menedzseri felmérésen alapuló módszer, valamint az esettanulmány.

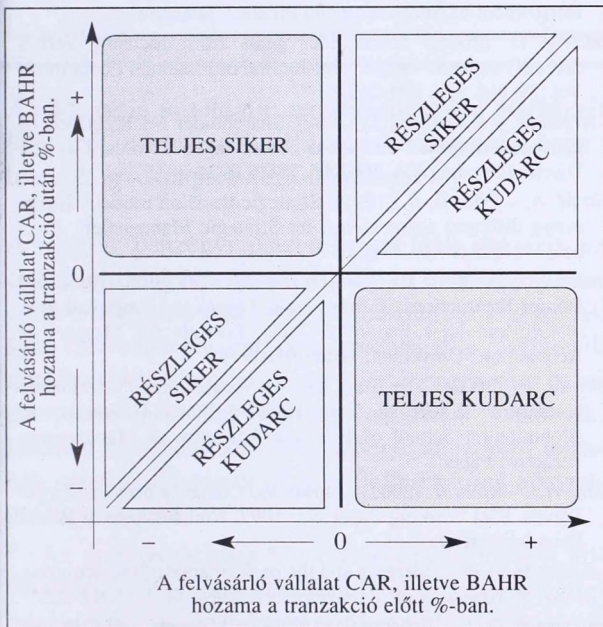
A piaci hozamokon alapuló elemzési módszer a vállalat részvényesei által realizálható hozamok vizsgálatára épül. A módszeren belül kétféle eljárás különböztethető meg. A CAR (Cummulative Abnormal Return), illetve a BAHR (Buy and Hold Return) eljárások. A CAR esetében a napi hozam a részvényárfolyamokban keletkezett %-os változás (plusz az esetleges fizetett osztalékok), csökkentve egy referencia-benchmark hozammal (tőke alternatíva költsége), amit a befektetők egy hasonló kockázatú befektetéstől aznap elvárhattak. A referenciahozamot általában egy piaci index (Dow Jones Average, S&P 500 stb.) napi változása jelenti. Az említett módon csökkentett napi hozamokat összeadják, és ezt vizsgálják a tranzakció előtti, illetve utáni időszakban attól függően, hogy milyen elemzési időintervallumot (eseményablakot) választottak. Például egy (-10; +10) eseményablak esetén tíznapi kumulált abnormalis hozamot – a tranzakciót megelőző időszakból – viszonyítanak szintén egy tíznapos kumulált abnormalis hozamhoz, de már a tranzakciót követő időszakból. A BAHR hozam esetében a vizsgált időszak elei részvényárfolyam és az időszak végi részvényárfolyam alapján számolják az időszakra vonatkozó hozamot. Az ilyen típusú tanulmányokat előre tekintőnek tartják, azon megfontolás alapján, hogy a részvényárfolyamok egyszerűen a részvényesek által elvárt jövőbeli pénzáramlások jelenértékeként értelmezhetők. 1970 óta minden kétséget kizáróan ez a típusú elemzési eljárás a domináns a vizsgált területen. Ilyen módszert alkalmazott tanulmányában például DeLong (DeLong, 2001). Az egyes tranzakciók besorolása a módszer alapján a következőképpen történik.

Számviteli adatokon alapuló módszer alkalmazása esetében a vállalatok által készített számviteli beszámolóban nyilvánosságra hozott pénzügyi eredményeket vizsgálják a felvásárló vállalatoknál a tranzakció előtti és utáni időszak adatait összehasonlítva, arra vonatkozóan, hogy hogyan változott a pénzügyi teljesítmény a tranzakció hatására. A hangsúlyt ezekben a tanulmányokban a nettó jövedelem, a saját tőke arányos nyereség, eszközarányos nyereség, EPS, tőkeáttételi és likviditási mutatók vizsgálatára helyezik. A legjobb tanulmányok méret és iparág szerinti

struktúrába rendezve hasonlítják össze a M&A tranzakciókban részt vevő vállalatok csoportjait az ilyen tranzakciókban nem érintett vállalatok csoportjaival. A kérdés itt az, hogy túlteljesítik-e a felvásárló vállalatok a nem-akvirálók peer csoportját. Ebbe a kategóriába Ravenscraft és Scherer tanulmánya tartozik a leggyakrabban hivatkozottak közé (Ravenscraft – Scherer, 1987).

4. ábra

A M&A tranzakciók besorolása a CAR, illetve BAHR hozamszámítási eljárások alapján



Forrás: saját készítés.

A menedzseri felméréseken alapuló módszer esetében egyszerűen kikérdezik az M&A tranzakciókban részt vevő vállalatok menedzsereit a tranzakció kimeneteléről és körülményeiről. Ehhez szükséges egy standardizált kérdőív, amelyet kitöltetnek a felső vezetők egy csoportjával és mintaelemenként feldolgozva a kapott eredmények alapján a végén – a minta alapján – általánosításokat fogalmaznak meg. Példa az ilyen jellegű kutatásra Hitt és Tyler munkája (Hitt – Tyler, 1991).

Esettanulmányoknál pusztán csak egyetlen tranzakcióra vagy egy nagyon kicsi mintára helyezik a hangsúlyt, de azt igen nagy mélység erejéig. A felső vezetők és a tranzakció tervezésében, lebonyolításában résztvevők mélyinterjúi alapján, valamint a tranzakcióhoz köthető írásos belső (amennyiben ezek hozzáférhetőek) és külső dokumentumok, a gazdasági sajtóban megjelent cikkek, valamint kereskedelmi adatbázisokban fellelhető kapcsolódó információk feldolgozásával próbálják meg feltérképezni az ügylet lényeges körülményeit, elmenve a legapróbb részletekig. Esetenként eltérő és merőben új, érdekes bepillantásokat eredményezhet a színpalak mögé ez az elemzési módszer. Egyik kiváló példányának a műfajnak Clercnek a Renault-Nissan esetét feldolgozó tanulmánya (Clerc, 1999).

A különböző elemzési módszerek más és más szempontok miatt tekinthetők előnyösnek, illetve hátrányosnak. Mindegyiknek vannak erősségei és gyengeségei, mint azt a 2. táblázat tartalmazza.

A piaci hozamokon, illetve a számviteli adatokon alapuló módszerek egyébként jól kiegészítik egymást.

2. táblázat

M&A tranzakció sikerességének vizsgálatánál alkalmazható elemzési technikák összehasonlítása

	Piaci hozamokon alapuló tanulmány	Számviteli adatokon alapuló tanulmány	Menedzseri kutatáson alapuló tanulmány	Esettanulmány
ERŐSSÉG	<ul style="list-style-type: none"> A befektetők értéknövekedésének közvetlen mérési lehetősége. Előre tekintő mérése az érték teremtésnek. A részvény árfolyamok a jövőbeli várható pénzáramlások jelenértékei. 	<ul style="list-style-type: none"> Hitelesség, auditált kimutatások. Befektetők által használt vállalati teljesítmény megítélése. Közvetlen mérése a gazdasági értékteremtésnek. 	<ul style="list-style-type: none"> Betekintési lehetőség az értékteremtés folyamatába, amit a tőzsdei információk nem tartalmaznak. A tranzakciók részletes ismeretéből és a közvetlen kapcsolatból származó előnyök. 	<ul style="list-style-type: none"> Objektivitás, alapos ismeretek szerzésének lehetősége. Induktív kutatás. Ideális új minták és magatartások felkutatására.
GYENGESÉG	<ul style="list-style-type: none"> Hatékony tőkepiacok meglétét feltételezi, ami kutatások eredményei alapján nem mindig és mindenhol teljesül. Támadható a részvények árfolyam-változását előidéző több esemény együttes hatásainak összekeverése miatt. 	<ul style="list-style-type: none"> Különböző évek adatainak összehasonlíthatatlansága. Változó számviteli politika. Számviteli szabályok és gyakorlat országonként eltérők. Visszatekintő jellegű. 	<ul style="list-style-type: none"> Menedzser / tulajdonos közti megbízó ügynök probléma. Kedvező színben történő prezentálása a történeteknek. Alacsony együttműködési készség a menedzserek részéről, ami megkérdőjelezi a következtetések, általánosítások érvényességét. 	<ul style="list-style-type: none"> Alkalmatlan hipotézisek ellenőrzésére, az egy vagy nagyon kicsi minta miatt. Általánosítási lehetőség korlátozott. Az egyéni sajátosságok miatt nehézkes a lényegkiemelés.

Forrás: Bruner (2002) 16. old.

Mivel a piaci hozamokon alapuló elemzés ex-ante jellegű, a hozam ezen esetekben a részvény-árfolyamokból kalkulálódik, amik köztudottan a jövőbeli várható teljesítmény jelenbéli értékelései. Míg a számviteli adatokon alapuló elemzés ex-post jellegű, hiszen utólagos teljesítményértékelést testesít meg (Anand – Singh, 1997). Mindkét módszernek megvannak azonban a maga korlátai.

A leírtak alapján összefoglalásul megállapíthatjuk, hogy a M & A tranzakciók sikerességének értelmezésénél nem szabad elhamarkodott következtetéseket levonnunk. Anélkül, hogy előzőleg ne határoznánk meg, hogy mit értünk siker alatt, milyen időtávon mérjük a sikert, kinek a szempontjából értelmezzük a sikert, milyen mintán végezzük az elemzést, valamint milyen módszert alkalmazunk az elemzéshez az esetenkénti akár 80/20%-os arány nem igazán értelmezhető. Ezen esetekben valahol abba a hibába eshetünk, mint a hájós kapitány a gépészével folytatott beszélgetése során:

- Mennyi?
- Negyven!
- Mi negyven?
- Mi mennyi?
- Nem annyinak kéne leni!

Felhasznált irodalom

- Anand J. – Singh H. (1997): Asset redeployment acquisitions and corporate strategy in declining industries. in: Strategic Management Journal 18, S1 p. 99-118.
- Brealy – Myers (1994): Modern vállalati pénzügyek I, II. Panem Kft. Budapest, 2 kiadás
- Bruner R. F. (2002): Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker. Social Science Research Network Electronic

- Paper Collection. <http://papers.ssrn.com/abstract=286054> Darden Graduate School of Business Administration University of Virginia. Working Paper 01-23
- Buckland R. (2002): Corporate financial management. South-Western College
- Carper W. B. (1990): Corporate acquisitions and shareholder wealth: A review and exploratory analysis. in: Journal of Management. 16 (4) p. 807-823
- Clerc P. (1999): Managing the Cultural Issue of Merger and Acquisition. The Renault-Nissan case. International Business Master Thesis No. 1999:32, Graduate Business School, School of Economics and Commercial Law, Göteborg University. Göteborg
- Danbolt J. (2001): Cross-border acquisitions into the UK – An analysis of target company returns, University of Glasgow Department of Accounting and Finance. Glasgow
- DeLong, G. (2001): Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers, in: Journal of Financial Economics, Vol. 59, No. 2, p. 221-252.
- Goergen M. – Renneboog L. (2002). Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids, CentER Discussion paper No. 2002-05, ISSN 0924-7815
- Hitt M. A. – Tyler B. B. (1991): Strategic decision models: Integrating different perspectives. in: Strategic Management Journal, Vol. 12, p. 327-351.
- Jansen S. A. (2000): Pre- and Post Merger-Integration in Cross Border Transactions: Trends, Tools, Theses and Empirical tests of Old and New Economy Deals, Institute for Mergers & Acquisitions Universität Witten/Herdecke
- 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
- Lubatkin M. (1983): Mergers and the performance of the acquiring firm. in: Academy of Management Review, 8(2), p. 218-225.
- Ravenscraft D. J. – Scherer F. M. (1987): Mergers, Sell-Offs and Economic Efficiency. The Brookings Institution. Washington DC