

Sources and limits of value creation in vertical mergers

Zdroje a limity tvorby hodnôt pri vertikálnych fúziách

Anna Polednáková, Božena Hrvolová¹

Abstract

Mergers may represent the merger of two or more businesses. They are an important form of external influence business growth and financial management. Although the global financial and economic crisis has caused a significant decline in mergers and acquisitions, as well as the decline in value at the same time make room for their growth, resulting from the need to restructure the global economy. Forms of fusion by the production-orientation can be horizontal, vertical and conglomerate. In our contribution we will mainly focus on the analysis of economic reason for vertical integration of enterprises, analysis of alternatives to vertical integration business, review the costs and benefits associated with vertical integration of enterprises, as well as alternatives for the analysis of the limits associated with creation of value for vertical integration.

Key words

vertikálna integrácia, náklady a zisky vertikálnej integrácie, limity vytvárania hodnôt pri vertikálnych fúziách, náklady a prínosy vertikálnej integrácie, vertikálna integrácia a tvorba hodnoty

JEL Classification: G32, G34

Motívy spájania sa podnikov bývajú rôzne. John Child pokladá motívy fúzií za hybné sily a rozdeľuje ich do štyroch oblastí:

- trhové sily,
- nákladové sily,
- konkurenčné sily,
- vládne sily.

Iným motívom pre fúzie môže byť snaha o záchranu spoločnosti, v dôsledku jej slabšej pozície na trhu a rast konkurencie. Ďalším možným členením motívov pre fúzie môže byť členenie na ofenzívne metódy /typické pre spoločnosti v atraktívnych odvetviach, s perspektívou rastu, ktoré majú ambície využiť príležitosti/a defenzívne metódy /spoločnosti v dôsledku malého trhového priestoru vidia riešenie vo fúziách, aby sami neskončili ako objekt záujmu konkurentov/.

Okrem objektívnych motívov sú tu i motívy subjektívne. Top manažéry, ktorí veria, že úspešná fúzia im prinesie uznanie a slávu.

¹ doc. dr. Ing. Anna Polednáková, Katedra podnikových financií, FPM, Ekonomická univerzita v Bratislave, polednak@euba.sk
prof. ing. Božena Hrvolová, CSc., Katedra podnikových financií, FPM, Ekonomická univerzita v Bratislave, hrvolova@euba.sk.

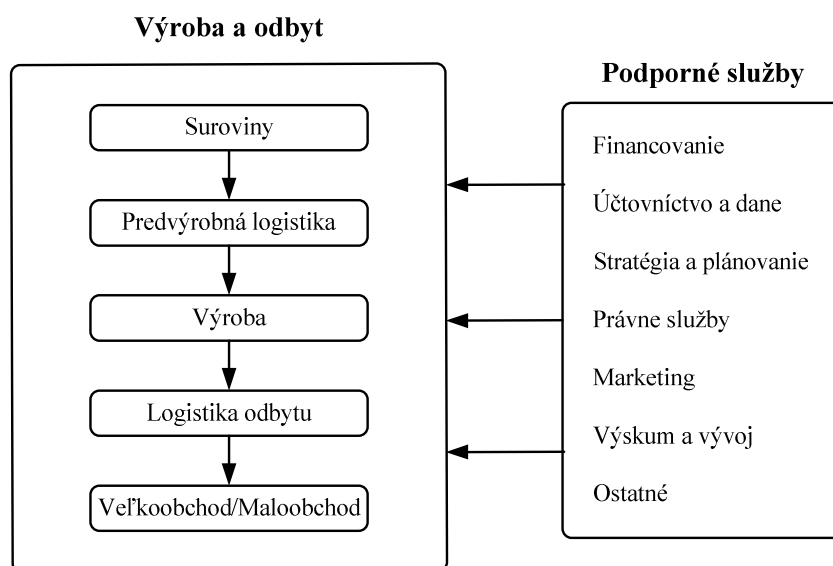
Fúzie podnikov majú obyčajne horizontálnu alebo vertikálnu formu. Pri horizontálnej fúzii sa spájajú spoločnosti, ktoré vyrábajú rovnaké výrobky alebo služby, predávajú na rovnakých trhoch, alebo predávajú výrobky, ktoré zdieľajú určité spoločné črty, pokiaľ ide o vstupy, technológie, marketing, predaj a distribúciu. Preto základným motívom týchto fúzií sú úspory z rozsahu, vytvorenie väčšieho ekonomického celku, väčšia trhovú silu, vylepšenia prostredníctvom pákového efektu zdrojov a schopností oboch firiem, možnosť budúcich rastových príležitostí.

Vertikálne fúzie predstavujú také spojenie pri ktorom sa spájajú spoločnosti, ktorých činnosť na seba zaväzuje. Pri takomto spôsobe spojenia majú spoločnosti, ktoré vyrábajú medziprodukty zabezpečený odbyt a dosahuje sa zladenie kapacít a produkovaných objemov.

1 Vertikálna integrácia

Toky výroby tovaru v tradičnom vertikálnom reťazci pre výrobné spoločnosti sú znázornené na obrázku č. 1. Vertikálnej integrácii je kombináciou po sebe idúcich činností vo zvislom reťazci v rámci spoločnej koordinácie a kontroly jednou firmou. Fúzia zlúčením tak nahradí dva alebo viac nezávislých podnikov jednou firmou, a to umožňuje koordináciu následných činností, lepšie ako sa spoliehať na trhové transakcie alebo zmluvné predaje.

Obrázok č. 1. Vertikálny reťazec výroby

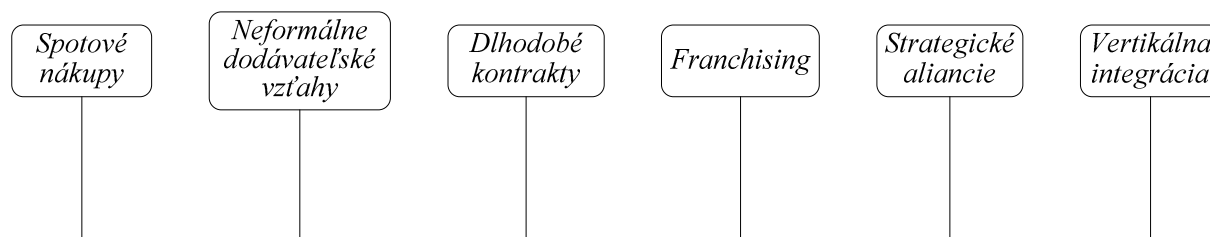


1.1 Vertikálna integrácia ako rozhodovanie o výrobe alebo kúpe

Rozhodnutie vyrábať vlastné vstupy do výroby ako ich získavať z externých zdrojov od dodávateľov, znamená rozhodovať sa “vyrobiť alebo kúpiť”. Toto rozhodovanie musí byť urobené vždy ako bilancia nákladov a prínosov oboch alternatív. Rozhodnutie “kúpiť” môže byť uskutočnené rôznymi spôsobmi. Pri transakcii na spotovom trhu sa výrobok predáva na spotovom trhu, ktorý sa vyznačuje veľkým počtom predávajúcich, a za známe ceny. Pre niektoré špecifické produkty spotový trh trhoch neexistuje, alebo je malý počet predajcov. Ak konkurenčný trh neexistuje, rozhodnutie kúpiť, môže byť realizované prostredníctvom formálnych a neformálnych

dohôd medzi kupujúcim a predávajúcim. Alternatívne spôsoby interných a externých vstupov sú uvedené v obrázku č.2.

Obrázok č. 2.
Transakčné režimy pre získavanie vstupov



Prečo sa firma snaží nahradit' spotové nákupy, dlhodobé kontrakty, alebo dodávateľské zmluvy internou výrobou? Voľba medzi externými dohodami a internou výrobou pri vertikálnej fúzii je založená na vzťahu nákladov a prínosov externej verzus vnútornej koordináciu činnosti vo vertikálnom reťazci. Voľba konkrétnej transakcie bude závisieť od mnohých faktorov. K najdôležitejším môžeme zaradiť:

- súčasná a budúca dostupnosť spotových trhov za bežných trhových podmienok;
- náklady na získavanie zdrojov zo spotovom trhu;
- priame a nepriame náklady zmlúv a neformálnych dohôd;
- neistota a informačná asymetria medzi kupujúcim a predávajúcim, a
- priame a nepriame náklady na vlastnú výrobu.

V nasledujúcich častiach príspevku budeme analyzovať náklady a prínosy využívania trhu, zmluvných kontraktov a iných dojednaní, a vertikálnej integrácie.

1.2 Prínosy a náklady na trhoch

Existujú výhody ako aj nevýhody spojené s obchodovaním na spotových trhoch k získaniu aktivít vo vertikálnom reťazci. Výhody podstate vychádzajú z tlaku a disciplíny súťaže dodávateľov na konkurenčnom trhu. V prípade, že dodávatelia dodávajú pre veľké množstvo kupujúcich, môžu dosiahnuť výhody z rozsahu. Dodávatelia môžu tiež získať účinnou deľbou práce a špecializáciou. Ak je produkt špecializovaný, napríklad pokiaľ ide o technológiu výroby a konštrukčných prvkov, dodávateľov bude pravdepodobne menej, a môže získať prevahu pri vyjednávaní.

V prípade menšieho počtu, môže byť vyjednávací sila v prospech dodávateľa, v závislosti od charakteristiky produktu, ako je zložitosť, prístup k zdrojom na výrobu produktu, povaha technológie výroby, alebo právny monopol, ako sú patenty. V prípade, že vstup je kritický vo vertikálnom reťazci, a kupujúca firma nemôže realizovať vlastnú výrobu. Okrem toho môže mať problémy s koordináciou dodávok a integráciu dodávok do ďalších fáz vertikálneho reťazca, napr. dopravné prekážky a s nekompatibilitou. Neistoty o kvalite a dodacie termíny môžu robiť vlastnú výrobu atraktívnejšiu.

Vlastná výroba má tiež koordinačné náklady. Jedná sa o náklady na delegovanie činností do

iného oddelenia alebo dcérskej firmy, dohľad a kontrolu jej činnosti, a odmeňovanie. Tieto náklady sú známe ako agentské náklady, pretože divízia je agentom predajného oddelenia. Agentúrne vzťahy dávajú príležitosť využívať informácie a transferovať ceny vnútorných vstupov výroby na krytie nedostatkov. Nejednoznačnosti v meraní výkonnosti a problémy so zodpovednosťou za zlyhanie môžu viesť k morálnemu hazardu. Firmy sa potom môžu uchýliť k ľahko dodržiavaným a k ľahko merateľným ukazovateľom výkonnosti, ako k reálnym ukazovateľom. Táto prekážka k inováciám vo vertikálne integrovanom podniku je skutočne dvojaká.

Vlastná výroba sa môže stať aj obeťou vplyvu nákladov. Integrovaný podnik slúži ako vnútorný kapitálový trh pri alokácii obmedzených kapitálových zdrojov na rôzne činnosti. Organizácia procesov môže skresľovať takéto rozdelenie, alebo manažéri môžu lobbovať za výhodnejšie pridelovanie, aj keď ich ekonomický dôvod pre takéto rozdelenie môže byť relatívne slabý.

1.3 Prínosy a náklady dlhodobých kontraktov

Tam, kde zlyháva trh, môže firma získať zdroje od externých dodávateľov, a to zmluvou o dodávkach. Tieto zmluvy môžu byť krátkodobé alebo dlhodobé. Zmluvné vzťahy s dodávateľmi môžu mať opäť prínosy a náklady, ktoré sú s nimi spojené, v porovnaní s nákladmi a prínosmi vertikálnej integrácie.

Výhody zmluvných kontraktov

Zmluvy môžu mať dobu splatnosti krátkodobú alebo dlhodobú. Krátkodobá zmluva so sebou nesie neistotu (z pohľadu dodávateľa), že nemusí byť obnovená. Táto neistota môže odradiť dodávateľa viazať sa na kupujúceho. Na druhej strane, môže to povzbudiť, aby sa dodávateľ viac usiloval o dosiahnutie súladu so zmluvou. Môže očakávať, takáto starostlivosť bude odmenená vo forme obnovenia zmluvy. Tam, kde je vyhládka na ďalšie obchody od kupujúceho, môže krátkodobá zmluva zabezpečiť dodržiavanie zmlúv. Avšak neistota spojená s obnovením zmluvných vzťahov môže odradiť dodávateľa od dlhobohkej investície zameranej na zvyšovanie kvality výrobkov, vývoj nových výrobkov alebo zníženie nákladov na technológiu.

Dlhodobá zmluva umožňuje realizovať dlhodobé investičné plány. Dlhodobý vzťah umožňuje kupujúcim a predávajúcim ísť nad rámec vzťahu medzi predávajúcim a kupujúcim. Vedie k pochopeniu toho druhého, jeho stratégií, zdrojov a schopnosti a plodí partnerstvá, ktoré umožňujú využitie týchto zdrojov a schopností. Dodávateľ môže vyžiť znalosti výrobných procesov kupujúceho, navrhovaním lepších výrobkov. Kupujúci môže modifikovať dodávateľove výrobné techniky. Úzky otvorený vzťah medzi dodávateľom súčiastok a mnoho užívateľských firiem ako Toyota alebo BAE Systems (britská letecká spoločnosť) ilustruje výhody takejto úzkej spolupráce.

Dlhodobá zmluva umožňuje dodávateľovi investovať do informačných technológií, ktoré uľahčujú plánovanie dodávok just-in-time pre potreby kupujúceho. Dodávateľ sa tak podieľa na úspechu kupujúceho, a má tak motiváciu zvyšovať kvalitu a cenu svojich dodávok, v prospech oboch strán.

Ak zmluva nie je plne vyčerpať po dobu ekonomickej životnosti investícií, ako sú zariadenia, strojev, zvyškové práva k majetku ostatných s dodávateľom, ktorý rozhoduje o tom, ako budú tieto aktíva využívané pre iných zákazníkov. Ak dodávateľ bol nahradený vlastnou výrobou, kupujúci bude konfrontovaný s rizikom zostatkových aktív, aj keď sekundárne trhy s týmito aktívami neexistujú. Takto je zvyškové riziko pre kupujúceho minimalizované.

Náklady zmluvných kontraktov

Kontrakty na zákazky môžu byť rozdelené na kompletne a nekompletne. Kompletná zákazka je špecifikovaná termínom kontraktu, podmienkami zmluvy, procesom monitorovania zmluvy, meraním výsledkov, donucovacími mechanizmami pre zmluvné plnenie, sankciami za porušenie zmluvy. Všetky možnosti sa predpokladajú, a nie je tam žiadna dvojznačnosť. Bohužiaľ, takéto zmluvné kontrakty pravdepodobne neexistujú. Zmluvné kontrakty v praxi zvyčajne bývajú neúplné.

Zmluvy môžu byť neúplné z nasledujúcich dôvodov:

- neistota a neschopnosť správne predvídať a identifikovať všetky okolnosti v budúcnosti na základe ktorého sa zmluva bude vykonávať;
- obmedzená racionalita;
- asymetrické informácie medzi zmluvnými stranami, alebo
- nesúhlas s tým, ako sa bude merať výkonnosť a ako definovať default, a určenie zodpovednosti za porušenie zmluvy.

Prvá z podmienok je, samozrejme, presahujúca ľudské podmienky. Táto neistota môže byť určená komplikovaným vyhľadávaním informácií, modelovaním všetkých možných budúcich nepredvídaných skutočností. Takáto skutočnosť je pravdepodobne príliš nákladná, a je nepravdepodobné, že eliminovať riziko môžeme úplne. Ľudské bytosti, keď tvárou v tvár s neistotou a obmedzenými informáciami jednú skôr s ohraničenou, ako absolútnou racionalitou. Ich kognitívne limity obmedzujú kapacity na spracovanie informácie, vysporiadať sa so zložitou a uskutočňovať racionálne rozhodnutia. Pretože ľudia sa líšia v ich kognitívnych schopnostiach, ich hranice racionality sa tiež líšia. Znamená to, že dve zmluvné strany môžu vidieť a interpretovať rovnaké informácie rôzne.

Zmluvné strany môžu mať prístup k rôznym informačným dátam. Vzhľadom na neistotu a náklady na vyhľadávanie a získavanie informácií, táto informačná asymetria nemôže byť nikdy úplne preklenutá. Informačná asymetria potom môže byť využitá tou stranou, ktorá má prístup k výsadným a privilegovaným informáciám. Takéto využitie príležitosti vedie k oboch k nepriaznivému výberu a morálnemu hazardu. Nepriaznivý výber, bol skvele opísaný ako problém citrónu, je voľba zmluvnej strany, ktorá má informačnú výhodu ešte pred uzavretím zmluvy - napríklad, osoba, ktorá sa usiluje o životné poistenie, zatiaľ čo skrýva svoju vážnu chorobu. Dodávateľ môže tiež zveličovať svoju schopnosť poskytovať kapacitu dodávky, a zároveň utajiť nedostatok zdrojov.

Morálny hazard je spájaný s neschopnosťou merať výkonnosť. Môže to vyplývať z nemožnosti určiť príčinné faktory zlyhania výkonnosti. Táto možnosť ovplyvňuje jeho správanie, čo vedie k povrchnému plneniu zákazky alebo úmyselnému zanedbávaniu zmluvných záväzkov. Zmluva môže stanoviť sledovanie výkonnosti, no nie je možné urobiť bez nákladov. Navyše, informačná asymetria môže brániť efektívnemu monitorovaniu.

1.4 Prínosy a náklady vertikálnej integrácie

Hodnotenie nákladov a prínosov výmenou na spotovom trhu a tiež využívanie dlhodobých zmlúv, ukazuje, že tak trh ako aj zmluvy sú spojené s nákladmi. Tabuľka číslo 1 uvádza náklady a prínosy vertikálnej integrácie.

Technická účinnosť sa sústreďuje na proces výroby, koordináciu, efektívnu koordináciu, ktorá sa týka procesu uzatvárania zmlúv, koordináciu, monitorovanie a výkon. Vertikálna integrácia zvyšuje technickú efektívnosť v niektorých ohľadoch, ale môžeme uviesť tiež k neefektívnosti. Podobne, môže zlepšiť efektívnu koordináciu s tým, že odstráni nákladné uzatváranie zmlúv s externými dodávateľmi, zníži informačnú asymetriu medzi dodávateľom,

znižuje priestor pre výhody v presadzovaní zmlúv. Známe organizačné postupy a kultúra, rovnako ako vyhliadky na úzke a dlhodobé vzťahy medzi divíziami môže znížiť nevýhody.

Zatiaľ čo veľa z neefektívnej koordinácie zmien na trhu môže byť minimalizované prostredníctvom vertikálnej integrácie, no nie je to v žiadnom prípade bez ďalších neefektívnosti. Medzidivízna rivalita, môže viesť k oportunistu a ovplyvňuje náklady, ktoré sú stále prítomné v organizáciách. Pri absencii vonkajších meradiel, ako sú trhové ceny, transferové oceňovanie medzi divíziami sa stáva otázkou zjednávanie, vyjednávacej sile a politických intríg. Vyrovnanie záujmov rôznych divízií nie je bezbolestný proces. Aj v integrovaných firmách, môže existovať informačná asymetria medzi rôznymi úrovňami riadenia a medzi divíziami.

Rozhodnutie medzi voľbou troch možností teda závisí od počtu kompromisov. Všeobecne, kompromisy sú medzi technickou efektívnosťou externej a internej výroby a medzi relatívnymi efektívnou koordináciou trhovej zmeny a dlhodobých zmlúv, a internacionalizáciou.

Relatívne náklady externého získavanie a vlastnej výroby, rovnako ako požiadavky na kvalitu a presnú kontrolu, predstavujú rozhodnutie švajčiarskej firmy Disetronic uskutočniť vertikálnu integráciu.

Tabuľka č. 1. Prínosy a náklady vertikálnej integrácie

Výhody vertikálnej integrácie

Technické efektívnosť

- Väčšia kontrola nad kvalitou a poskytovanie vstupov
- Väčšia kontrola nad koordináciou výrobných tokov prostredníctvom vertikálnych reťazcov
- Odstránenie súkromných informácií na dodávateľa ,

Efektívnosť koordinácie

- Vyhnutie sa neúplným zmluvám,
- Rozsah z výhod prostredníctvom dlhodobých vzťahov vo vnútri podniku, užšie monitorovanie, kultúra organizácie,
- Monitorovanie dodávateľa je jednoduchšie, pretože informačná asymetria je znížená
- Náklady na vymáhanie zmluvných záväzkov sú minimalizované,
- Vyhnutie sa nákladom spojeným so súdnymi spormi.
- Vyhnutie sa parazitovania distribútorov na povesti výrobcov.

Náklady vertikálnej integrácie

- Absencia trhovej disciplíny robí vlasnú výrobu menej neefektívnu a nákladnejšiu,
- Malý objem výroby znižuje možnosť prínosov z rozsahu,
- Znížená motivácia držať krok s novými technológiami,
- Riziko v likvidácii zvyškových aktív, kde aktíva žije presahujú projektu život
- Náklady súvisiace s monitoringom nie sú zanedbateľné
- Motivačné štruktúra pre manažérov nemusí zodpovedať, štruktúre nezávislých firiem,
- Formálne zmluvy bývajú nahradené zmluvami s pracovníkmi,

- Náklady ovplyvňujú znižovanie efektívnosť alokácie kapitálu,
- Vnútorne hodnotenie výkonnosti nie je zadarmo.

2 Vertikálna integrácia a tvorba hodnoty

Vertikálne fúzie sú fúzie ktoré vykonávajú postupné činnosti vo forme vertikálne reťazca. Ak podnik zlúči s iným podnikom, ktorý vykonáva bezprostredne predchádzajúcich činností, jeho výsledkom je integrácia vstupov, napríklad nadobudnutie výrobcu motorov prostredníctvom automobilky. Ak podnik získa ďalšie podniky, ktoré nasledujú po činnosti firmy jej výsledkom je integrácia odberateľov, napríklad ak výrobná firma získa veľkoobchod.

Ekonomické dôvody pre vertikálne fúzie sú odvodené z porovnávania efektívnosti vertikálnej integrácie, pokiaľ ide o technickú a koordinačnú efektívnosť. Pre vertikálne fúzie, ktoré vytvoria trvalú konkurenčnú výhodu, okrem efektívnosti nákladov, fúzie musia viesť k ďalším zdrojom ohodnocovania, ako sú príjmy zo zlepšenia a nových rastových príležitostí prostredníctvom pákového efektu existujúcich zdrojov a kapacít spájajúcich sa podnikov, ako aj vytvárania nových zdrojov a kapacít.

Príjmové vylepšenie môžu plynúť zo schopnosti ponúknuť balíček služieb a produktov, a nielen výrobky samé. Takto môžu spájajúce sa podniky ponúkať služby spotrebiteľských úverov a poistenia, alebo garážovanie a opravy služieb prostredníctvom obchodného zastúpenia, môže pomôcť výrobcovi automobilov získať konkurenčnú výhodu. To môže vysvetľovať, prečo firmy ako Ford a General Motors v minulosti nadobudli a vytvorili spotrebiteľské financovanie alebo obchodné zastúpenia aktivít. Avšak, táto stratégia spájania predaja automobilov a s tým súvisiacich služby, nepatrí medzi nenapodobiteľné stratégie. Preto je málo pravdepodobné, že to môže byť zdrojom trvalej konkurenčnej výhody.

Vyššia ziskovosť môže byť realizovaná prostredníctvom rastu trhovej sily, ktorú vertikálna integrácia môže spôsobiť. Vertikálne fúzie môžu mať i protisúťažné dôsledky. Môžu:

- poskytovať príležitosti pre nepriamu cenovú diskrimináciu;
- stlačiť konečný produkt výrobcu, ktorý sa neintegruje ,
- odstrániť firmy ako dodávateľov alebo distribútorov,
- zvýšiť prekážky vstupu na trh, a to zvyšovaním kapitálovej požiadavky pre vstup nových účastníkov na trh.

Avšak, dôkazov pre zvýšení trhovej sily prostredníctvom vertikálnej integrácie sa ukazuje málo. Je zrejmé, že vertikálna integrácia ako prieskumná stratégia, prinesie príležitosti pre rast a to vytvorením nových technológií, nových produktu alebo nových trhov. Vzhľadom k tomu, že konečný produkt z vertikálneho reťazca zostáva rovnaký, a to je vlastníctvo a organizácia medzistupňov výroby alebo distribúcie, ktoré vznikli prostredníctvom vertikálnej integrácie, priestor pre reálne možnosti a príležitosti rastu sa zdajú byť obmedzené.

Či je integrácia účinnejšia ako trhové zmeny alebo dlhodobé zmluvné vzťahy, závisí od štruktúry riadenia v rámci integrovaných firiem. Na základe štúdií bolo zistené, že štruktúra riadenia sa skladá z týchto stavebných blokov:

- miera autonómie verzus centralizácia medzi divíziami;
- ťažisko rozhodovania, napr. kto bude uskutočňovať transferové oceňovanie;
- ako je vyriešená informačná asymetria;
- meranie výkonnosti systému a motivačná štruktúra;

- meranie kritériá pre transferové oceňovanie medzi dodávateľom a užívateľom divízie;
- ako sú získané zdroje a schopnosti integrované do nadobúdateľa vertikálnej integrácie

References

- [1.] Evans, F.C, Mellen CH.M., 2010. *M Building Value in Private Companies.*, New Jersey, John Wiley and Sons, ISBN 978-0-470-60441-0
- [2.] Gaughan ,A.P.,2010. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings.* 5th ed Willey,ISBN 10:0470561963
- [3.] Kráľovič, J., Vlachynský, K., 2011. *Finančný manažment.* Bratislava, Iura Edition, ISBN 978-80-8078-356-3.
- [4.] Sudarsanam, S, 2010. *Creating value from mergers and Acquisitions.* Harlow, England, Pearson Education limited, ISBN 978-0-273-71539-9.
- [5.] Vlachynský, K. a kol.,2009. *Podnikové financie.* Iura Edition, Bratislava: ISBN 978-80-8078-258-0