

Jaroslava Hečková, Alexandra Chapčáková, Eva Litavcová*

Abstract

Economic Integration and Its Influence on Cross-Border Mergers and Acquisitions within the European Area

The main target of the paper is to identify the influences of the financial and trade liberalization in the EU and the functioning of the EMU on the realization of the cross-border mergers and acquisitions among the selected states of the European territory. We analyse in the paper, concerning the theoretical background of the foreign scientific studies on the influence of the integration processes in Europe on the realization of the cross-border mergers and acquisitions, the influence of the selected predictors on the cross-border mergers and acquisitions realized in 16 source countries and 25 target countries in the European territory from 1998 to 2012 (database data created by the authors) through the generalized linear model. Empirical results of several foreign studies (e.g. Bjortvan, 2004, Neary, 2007, Brouwer, Paap, Viaene, 2008, Coeurdacier, De Santos, Aviat, 2009 etc.) indicate that European integration had a positive impact on the development of cross-border mergers and acquisitions especially in manufacturing sector. We came to the same conclusion based on our analyses, while the integration into the EU has a critical influence, which is significantly higher in manufacturing sector. The influence of the integration into the EMU can be regarded as additional and it is identical for manufacturing sector and service sector. We can claim definitely that the institutional changes, such as the unified market of the European Union and the European Monetary Union were releasing factors of capital reallocation all over the world. The European Monetary Union encouraged the capital reallocation through the effects of unilateral financial liberalization (a decrease of marginal and fixed costs for execution of reallocation transactions) and thus facilitated the implementation of cross-border mergers and acquisitions in the European area.

Keywords: cross-border mergers and acquisitions, economic integration, European union, European monetary union, European area, dummy variables, generalized least squares

JEL Classification: F15, F21, F23

* Jaroslava Hečková (jheckova@yahoo.com); Alexandra Chapčáková (chapcakova@yahoo.com); Eva Litavcová (eva.litavcova@unipo.sk) – Prešovská univerzita v Prešove
Príspevok bol spracovaný v rámci riešenia projektov VEGA č. 1/0054/14 *Výskum v oblasti controllingu rizík podnikania v EÚ so zameraním na návrh modelov na zefektívnenie riešenia a prognózovania finančných rizík podnikateľských subjektov*, VEGA č. 1/0173/15 *Analytický pohľad na aspekty determinujúce vývoj cezhraničných fúzií a akvizícií v európskom priestore*, KEGA č. 032PU-4/2013 *Aplikácia e-vzdelávania vo výučbe ekonomických disciplín študijného programu Manažment a nových akreditovaných študijných programoch na Fakulte manažmentu Prešovskej univerzity v Prešove* a KEGA č. 037PU-4/2014 *Príprava študijných podkladov na e-learningovej báze a ich implementácia vo výučbe disciplín z oblasti kvantitatívnych metód, manažérskej informatiky a financií*.

Úvod

Teoretické úvahy vplyvu „regionálnych obchodných dohôd“, za ktoré môžeme považovať Európsku úniu, aj projekt Európskej menovej únie na množstvo realizovaných cezhraničných fúzií a akvizícií v uvedenom priestore uviedol Neary (2007). Argumentoval tým, že s podporou konkurencie môže liberalizácia obchodu v rámci európskeho priestoru ovplyvniť rozhodnutia tzv. nízkonákladových obchodných spoločností zlúčiť sa s tzv. vysokonákladovými obchodnými spoločnosťami, čo následne povedie k nárastu počtu cezhraničných fúzií a akvizícií. Obdobne, ak menová únia podporí tovarovú konkurenciu v týchto krajinách znížením nákladov na obchodné transakcie, elimináciou rizika výmenných kurzov a lepšou cenovou transparentnosťou, vzrastie počet realizovaných cezhraničných fúzií a akvizícií. Menová únia však okrem liberalizácie obchodu uľahčuje aj pohyb akciového kapitálu, a to stimulovaním finančnej integrácie prostredníctvom znižovania nákladov kapitálu, eliminácie rizika výmenných kurzov, zdieľania spoločných obchodných platforiem a v neposlednom rade integráciou post-obchodnej trhovej infraštruktúry. Ak menová únia znižuje makroekonomickú neurčitost' odstránením volatility výmenných kurzov a stabilizovaním inflácie, mali by sa cezhraničné kapitálové investície (t. j. cezhraničné fúzie a akvizície) považovať za menej rizikové.

Finančná a obchodná liberalizácia v Európskej únii a Európskej menovej únii ovplyvňujú realizáciu cezhraničných fúzií a akvizícií (realokáciu kapitálu) prostredníctvom zvýšenia ich ziskovosti, nakoľko regionálne dohody zväčšujú trh a podporujú konkurenciu prostredníctvom zníženia nákladov na finančné transakcie súvisiace s finančnou integráciou (viac v Obadi *et al.*, 2013; Pauhofová *et al.*, 2013; Štefko, Sojka, 2009; Kislingerová, Krabec, Čížinská, 2014). Odstránenie bariér² voľného pohybu kapitálu, práce, tovaru a služieb v rámci Európskeho hospodárskeho spoločenstva (neskôr Európskej únie) a prijatie eura ako spoločnej meny v rámci Európskej menovej únie, ktorej zavedenie eliminovalo riziko výmenného kurzu a podporilo finančnú integráciu, mali dopad na vývoj cezhraničných fúzií a akvizícií. Poukázala na to napríklad štúdia Petroulasa (2007, s. 1469), ktorý skúmal dopad existencie Európskej menovej únie na vnútorné toky priamych zahraničných investícií za obdobie rokov 1992–2001 a dospel k záveru, že sa v rámci Európskej menovej únie zvýšili vnútorné toky priamych zahraničných investícií o približne 16% v rámci členských krajín Európskej menovej únie, približne o 11% v prípade tokov priamych zahraničných investícií z členských krajín Európskej menovej únie do nečlenských krajín a približne o 8% z nečlenských krajín do členských krajín Európskej menovej únie. K obdobným záverom dospeli aj štúdie ďalších autorov ako napríklad Schiavo (2007) a Brouwer, Paap, Viaene (2008).

Cieľom príspevku je identifikovať vplyv procesov finančnej a obchodnej liberalizácie v Európskej únii a fungovania Európskej menovej únie na realizáciu cezhraničných fúzií a akvizícií medzi vybranými štátmi európskeho priestoru.

2 V rámci „spoločného trhu“ podľa teoretických stupníc integrácie (Balassa, 1961) pre obdobie rokov 1969–1992; od roku 1993 v rámci „vnútorného trhu“ a v súčasnosti v rámci „jednotného trhu“. Jacques Delors, prezident Európskej komisie v roku 1985, bol oddaný myšlienke znovu naštartovať ekonomickú integráciu. Presadzoval program, ktorý mal dotvoriť vnútorný trh. Tento program nazval *Program jednotného trhu*, i keď bol často označovaný ako *Program vnútorného trhu*, alebo taktiež ako *Program 1992*. Formálny rámec nadobudol v *Bielej knihe* lorda Arthura Cockfielda, ktorá obsahovala 300 ustanovení pre transformáciu spoločného trhu na trh jednotný. V roku 1987 bol prijatý Jednotný európsky akt, spoločný právny záväzok, ktorý formuloval opatrenia pre vytvorenie jednotného trhu (viac Baldwin, Wyplosz, 2008).

V príspevku vychádzajúc z teoretických úvah zahraničných vedeckých štúdií o vplyve integračných procesov v Európe na realizáciu cezhraničných fúzií a akvizícií analyzujeme vplyv nami vybraných prediktorov na cezhraničné fúzie a akvizície realizované v 16 zdrojových a 25 cieľových krajinách európskeho priestoru v období rokov 1998–2012 (v nami vytvorenej údajovej databáze) prostredníctvom zovšeobecneného regresného modelu.

1. Súčasný stav skúmanej problematiky vplyvu Európskej únie a Európskej menovej únie na cezhraničné fúzie a akvizície vo vybraných zahraničných štúdiách

Nadväzujúc na Nearyho štúdiu (2007) bola vypracovaná štúdia autorov Coeurdacier, De Santis, Aviat (2009), ktorej cieľom bolo skúmať vplyv Európskej únie a Európskej menovej únie na kapitálovú realokáciu prostredníctvom cezhraničných fúzií a akvizícií v rámci členských krajín týchto integračných zoskupení. Ich snahou bolo potvrdiť, resp. vyvrátiť teoretické argumenty Nearyho uvedené v jeho štúdiu (2007) a to, že obchodná liberalizácia a hlbšia integrácia európskeho trhu koreluje s nárastom počtu realizovaných cezhraničných fúzií a akvizícií. Taktiež bolo snahou zistiť, či Európska únia a Európska menová únia dokázali prilákať kapitál z ostatných častí sveta a identifikovať sektory v tomto smere najviac ovplyvnené. Vychádzali z predpokladu, že lepšie pochopenie kapitálovej realokácie v krajinách je kľúčové pre tvorcov verejnej politiky, pretože väčšina krajín využíva viaceré možnosti prilákania priameho zahraničného kapitálu.

Pre cezhraničné fúzie a akvizície je dôležitým determinantom aj inštitucionálne prostredie, nakoľko sú ovplyvnené rôznymi obmedzeniami na úrovni krajiny alebo regiónu, ako je napríklad konkurencia a obchodná politika, daňový systém, rôzne obmedzenia cezhraničného pohybu kapitálu a ochrana určitých odvetví (viac v Hečková, Chapčáková, Badida, 2014).

Jedným z dôsledkov finančnej globalizácie a európskej integrácie je medzinárodne mobilnejší kapitál, zvyšujúci obavy týkajúce sa používania stratégií v oblasti daní a regulácie trhu z hľadiska konkurencie. Problém kapitálovej príťažlivosti vedie dlhodobo k diskusiám v rámci Európskej únie o možnej harmonizácii daňových systémov a trhovej regulácii v jej členských štátoch. Zatiaľ čo na jednej strane by sa mohlo argumentovať, že krajiny s vyššími daňovými sadzbami pre právnické osoby a vyšším stupňom trhových regulácií sú menej atraktívne pre cezhraničné fúzie a akvizície, kvantitatívny dopad týchto politík na rozhodnutia o lokalizácii obchodných spoločností zostáva pre týchto autorov empirickou otázkou.

Vzhľadom na snahu autorov Coeurdaciera, De Santisa, Aviata (2009) posúdiť determinanty cezhraničných fúzií a akvizícií osobitne vo výrobných odvetviach a odvetviach služieb je dôležité pripomenúť, že pravidlá pre obchod s tovarom upravuje Všeobecná dohoda o clách a obchode (General Agreement on Tariffs and Trade – GATT) a pre obchod so službami Všeobecná dohoda o obchode v službách (General Agreement on Trade in Services – GATS). Liberalizácia operácií s kapitálovými účtami medzi jej členmi bola už od začiatku 60. rokov 20. storočia podporovaná zo strany OECD, avšak normy o liberalizácii, ktoré by sa vzťahovali na cezhraničné služby sa doteraz nezjednotili (OECD, 2014a, Európska komisia, 2013). Všeobecná dohoda o obchode v službách (GATS) tak zostáva v podstate jedinou dohodou na medzinárodnej úrovni, ktorá reguluje a liberalizuje obchod vo finančných službách, ako aj investície poskytovateľov finančných služieb (viac v Hečková, Chapčáková, 2012). Podľa dohody GATS môže mať obchod v službách rôzne formy (cezhraničný obchod, spotreba v zahraničí, komerčná

prítomnosť a prítomnosť fyzických osôb). Komerčná prítomnosť znamená, že dodávateľ služieb jedného člena zakladá teritoriálnu prítomnosť, vrátane spôsobu cez vlastníctvo alebo prenájom priestorov na území iného člena, aby poskytoval služby (napríklad domáce dcérske spoločnosti zahraničných poisťovní alebo hotelových reťazcov). V obchode stále pretrvávajú značné obmedzenia, o eliminácii ktorých prebieha diskusia v rámci jednotlivých kôl ministerských konferencií Svetovej obchodnej organizácie (World Trade Organization – WTO). Vzhľadom na rozdielny vývoj procesu liberalizácie obchodu a investícií vo výrobe a službách skúmali Coeurdacier, De Santis, Aviat (2009) determinanty cezhraničných fúzií a akvizícií v týchto sektoroch osobitne.

Na základe výsledkov ich analýzy za obdobie rokov 1985–2004 dospeli k nasledujúcim záverom:

- Európska menová únia pomohla reštrukturalizovať kapitál v tom istom sektore výrobnjej aktivity, predovšetkým medzi obchodnými spoločnosťami v eurozóne (a to vďaka preferenčnej finančnej liberalizácii),
- začlenenie sa do Európskej únie znamená prijatie Jednotného európskeho aktu, čo prispieva k horizontálnym aj vertikálnym fúziám,
- tvorcovia verejnej politiky môžu prilákať priamy zahraničný kapitál znižovaním daňových sadzieb pre právnické osoby, stupňom regulácií trhu s výrobkami a zlepšením finančných systémov v krajine,
- stupeň trhových regulácií zohráva dôležitú úlohu pre cezhraničné fúzie a akvizície v sektore služieb,
- cezhraničné fúzie a akvizície v rámci eurozóny vzrástli v tých sektoroch, ktoré zaznamenali nárast v obchodovaní s tovarom vďaka eurozóne. Tento výsledok znamená, že „kanál obchodnej liberalizácie“ identifikovaný Nearym (2007) v rámci Európskej menovej únie bol taktiež potvrdený,
- na základe realokácií v rámci Európskej menovej únie bolo zistené, že výrobné sektory v Európskej únii a aj v eurozóne prilákali akciový kapitál z ostatných rozvinutých krajín sveta (a to vďaka unilaterálnej finančnej liberalizácii),
- nárast akvizícií európskych obchodných spoločností nie je spojený s obchodnými modelmi v sektoroch, je stimulovaný predovšetkým znižovaním nákladov na finančné transakcie pri získavaní európskych aktív,
- európske integračné efekty sa nezistili v priemysle služieb. Vysoký stupeň regulácií služieb brzdil vstup zahraničných obchodných spoločností na národné trhy. V dôsledku tohto prekážky v priemysle služieb sťažujú realokáciu cezhraničného akciového kapitálu.

Autori Long *et al.* (2007), Neary (2007) klasifikujú motívy fúzií a akvizícií nasledovne:

- obchodné spoločnosti s vysokým ukazovateľom *Tobinovým Q* – *koeficientom*³ sú tie, ktoré majú najlepšiu technológiu a hľadajú možnosti expanzie ich akciového kapitálu,

3 *Q* teória investícií hovorí, že ak podiel trhovej hodnoty obchodnej spoločnosti a jej účtovnej hodnoty je väčší ako jedna, znamená to, že existujú nehmotné aktíva, ako sú značky, renomé a poznatky alebo rastový potenciál, ktoré oceňujú obchodní analytici a akcionári. Obchodná spoločnosť by potom mala zvýšiť svoj akciový kapitál, pretože investovanie je ziskové. Štúdia Jovanovica a Rousseaua (2002) poukázala v súvislosti s *Q*-teóriou investícií na to, že cezhraničné fúzie a akvizície reagujú na vývoj na akciovom trhu citlivejšie než iné formy priamych zahraničných investícií.

- prírastky efektívnosti rastú, nakoľko prevzatia zvyšujú úspory z rozsahu alebo prinášajú iné synergie v podobe daňových motívov,
- strategické prírastky vzrastajú, ak cezhraničné fúzie a akvizície menia štruktúru trhu a konkurenčnú pozíciu a úroveň zisku vytvorením monopolov alebo oligopolov,
- budovanie „impérií“ umožňuje diverzifikovať a zabezpečiť sa proti šokom v príslušnom sektore,
- manažéri môžu byť motivovaní manažérskymi kompenzáciami alebo vlastnými rozhodnutiami.

V posledných dvoch desaťročiach v súvislosti s postupujúcou globalizáciou svetovej ekonomiky, liberalizáciou obchodu, vládnych politík a uplatňovanými regionálnymi dohodami vzrástol počet cezhraničných fúzií a akvizícií⁴. Najväčší podiel na priamych zahraničných investíciách majú práve cezhraničné fúzie a akvizície. Podľa OECD (2014b, s. 1–2) predstavujú cezhraničné fúzie a akvizície v súčasnosti (za posledných 6 rokov) približne 60 %-ný podiel na priamych zahraničných investíciách, zatiaľ čo pred krízou (obdobie rokov 2005–2007) bol ich podiel na priamych zahraničných investíciách až 80 %-ný. Vývoj cezhraničných fúzií a akvizícií v posledných desiatich rokoch kopíroval cyklický vývoj v rámci svetovej ekonomiky.

Ekonomiky otvorené prílevu priamych zahraničných investícií môžu expandovať rýchlejšie ako ekonomiky, ktoré sa musia úplne spoliehať len na domáce zdroje. Priame zahraničné investície sú dôležité z toho hľadiska, že ich prílev nielen zväčšuje domáci akciový kapitál, ale môže priniesť so sebou aj iné benefity ako napríklad prístup k novým technológiám, know-how, lepším manažérskym technikám a pod. (viac v Cihelková *et al.*, 2010).

Cezhraničné fúzie a akvizície môžu pomôcť uspokojiť budúci dopyt po tovare, znížiť náklady a zmeniť štruktúru trhu ako aj silu trhu, čím ovplyvňujú budúce zisky získané trhovým ocenením nadobudnutej obchodnej spoločnosti. Vplyvom ekonomickej integrácie v Európe na ziskovosť cezhraničných fúzií a akvizícií sa zaoberá štúdia Bjorvatna (2004). Na ekonomickom modeli je v tejto štúdii vysvetlený vplyv ekonomickej integrácie na realizáciu cezhraničných fúzií a akvizícií. Ekonomická integrácia v podobe zníženia obchodných nákladov a nákladov na investície na zelenej lúke môže vyvolať cezhraničné fúzie a akvizície v dvoch smeroch: zintenzívnením konkurencie, a tým znížením trhovej ceny cieľovej (nadobudnutej) obchodnej spoločnosti alebo redukciou konkurenčného tlaku po uskutočnení fúzie alebo akvizície, a tým zvýšením ochoty zaplatiť za obchodnú spoločnosť, ktorá bola predmetom fúzie alebo akvizície.

2. Analýza vplyvu vybraných prediktorov na cezhraničné fúzie a akvizície

Pre modelovanie rozhodovania nadnárodných obchodných spoločností o lokalizácii ich cezhraničných fúzií a akvizícií sme vychádzali z vedeckých štúdií Heada a Riesa (2005, 2007) a McFaddenovej teórie diskkrétnej voľby (McFadden, 1974).

4 Bližšie údaje o vývoji počtu a hodnote fúzií a akvizícií (v mld. USD) v rámci svetovej ekonomiky poskytuje Inštitút pre fúzie, akvizície a aliancie (Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances – IMAA) na svojej webovej stránke: http://www.imaa-institute.org/recoources/statistics-mergersacquisitions/#MergersAcquisitions_Worldwide

Databáza, ktorá bola analyzovaná pre účely tejto štúdie obsahuje 85 510 údajov o realizovaných fúziách a akvizíciách v krajinách európskeho priestoru a v Turecku v období rokov 1998–2012 (16 zdrojových krajín⁵, 25 cieľových krajín⁶). Kľúčové postavenie v súbore využitých informačných zdrojov patrilo štatistickým údajom z databáz Zephyr (Bureau van Dijk, 2013), Eurostat (Európska komisia) a Freedom House (Freedom House, 1998–2012). Z celkového počtu záznamov uvedenej databázy sa 11 583 záznamov týka cezhraničných fúzií a akvizícií, z nich má 4 395 záznamov uvedenú hodnotu objemu cezhraničných aktív, z toho 4 285 aj hodnoty ostatných vybraných prediktorov. Po vylúčení nejednoznačných, chybových údajov a najvyššej extrémnej hodnoty (204,7 mil. eur objemu cezhraničných aktív, cca štvornásobne vyššej ako ďalšia najvyššia hodnota objemu cezhraničných aktív 51,3 mil. eur) zostalo 4 260 záznamov.

Pre kvantifikáciu vplyvu uvažovaných prediktorov na objem cezhraničných fúzií a akvizícií bol použitý zovšeobecnený regresný model (viac Hušek, 2007; Agresti, 2002; Anderson, Sweeney, Williams, 1993). Pre spracovanie výsledkov výskumu boli použité programy MS Excel, Statistica 12 a IBM SPSS Statistics 20.

$M\&A_{ij,s,t}$ označuje celkovú hodnotu cezhraničných aktív získaných prostredníctvom fúzií a akvizícií zdrojovou krajinou i v cieľovej krajine j v sektore s v čase t . Za dôležitý prediktor ovplyvňujúci objem cezhraničných fúzií a akvizícií možno uvažovať hrubý domáci produkt zdrojovej (i) a cieľovej (j) krajiny v sektore s v čase t ($HDP_{j,s,t}$, $HDP_{i,s,t}$). Použitie logaritmu ich súčinu eliminuje ich rozdielnú elasticitu a neovplyvňuje celkový výsledok. *Trhová kapitalizácia* predstavuje ročnú priemernú trhovou kapitalizáciu uvažovaného sektora, ktorá bola získaná z databázy Zephyr (Bureau van Dijk, 2013). Pomer trhovej kapitalizácie k HDP bol použitý ako indikátor rozvoja akciového trhu. Nemožno opomenúť ani blízkosť krajín, špecifickosť ich kultúry a príbuznosť jazyka. Blízkosť zdrojovej a cieľovej krajiny bola kvantifikovaná geografickou vzdialenosťou ich hlavných miest, označenou ako *vzdialenosť* _{ij} , zdieľanie spoločnej hranice krajín bolo kvantifikované binárnou premennou *hranica* _{ij} , nadobúdajúcou hodnotu 1 v kladnom a 0 v zápornom prípade. Binárna premenná *príbuznosť jazyka* _{ij} nadobúdajúca hodnotu 1 v prípade zhodného jazyka, inak 0, bola uvažovaná na kvantifikáciu vplyvu príbuzného jazyka na objem cezhraničných aktív.

Cieľom bolo odhadnúť váhy uvažovaných prediktorov na celkovú hodnotu aktív nakúpenú prostredníctvom fúzií a akvizícií $M\&A_{ij,s,t}$ zdrojovou krajinou i v cieľovej krajine j v sektore s v čase t . Odhadované sú regresné koeficienty rovnice v tvare:

$$\begin{aligned} \log(M\&A_{ij,s,t}) = & \beta_0 + \beta_1 \log(HDP_{i,s,t} HDP_{j,s,t}) + \beta_2 \log(\text{trhová kapitalizácia}/HDP_{j,s,t}) \\ & + \beta_3 \log(\text{vzdialenosť}_{ij}) + \beta_4 (\text{hranica}_{ij}) + \beta_5 (\text{príbuznosť jazyka}_{ij}) + \beta_6 (EU_{i,t} EU_{j,t}) \\ & + \beta_7 (NonEU_{i,t} EU_{j,t}) + \beta_8 (EMU_{i,t} EMU_{j,t}) + \beta_9 (NonEMU_{i,t} EMU_{j,t}) \\ & + \beta_{10} (\text{občianska sloboda}_{i,t}) + \beta_{11} (\text{občianska sloboda}_{j,t}) + e_{ij,s,t} \end{aligned} \quad (1)$$

- 5 Belgicko, Cypruská republika, Dánsko, Fínska republika, Francúzska republika, Grécka republika, Holandsko, Luxembursko, Maltská republika, Spolková republika Nemecko, Poľská republika, Portugalská republika, Rakúska republika, Španielsko, Talianska republika, Veľká Británia.
- 6 Belgicko, Bulharská republika, Cypruská republika, Česká republika, Dánsko, Estónska republika, Fínska republika, Francúzska republika, Grécka republika, Holandsko, Litovská republika, Lotyšská republika, Luxembursko, Maďarsko, Maltská republika, Spolková republika Nemecko, Portugalská republika, Rakúska republika, Rumunsko, Slovenská republika, Slovinská republika, Španielsko, Talianska republika, Turecko, Veľká Británia.

Ďalším uvažovaným prediktorom v uvedenej rovnici je premenná *občianska sloboda*_{*it*}, ktorá bola kvantifikovaná prostredníctvom indexu občianskych slobôd – The Civil Liberties index (Freedom House, 1998–2012), a posudzuje kvalitu inštitúcií v zdrojových krajinách (*i*) v jednotlivých rokoch *t*. Index občianskych slobôd vyjadruje stav politickej demokracie, osobných slobôd a dobrých vládnych praktík. Stupnica uvedeného indexu je od 1 (najlepšia krajina) do 7 (najhoršia krajina), pričom v analyzovanej databáze nadobúda maximálnu hodnotu 3. Pre nízku početnosť hodnoty 3, vyskytujúcej sa iba v siedmich záznamoch, boli hodnoty 2 a 3 v databáze zlúčené. Podobne, premenná *občianska sloboda*_{*jt*} cieľovej krajiny (*j*) v čase *t* nadobudla v databáze maximálnu hodnotu 5. Avšak, pre málo početné zastúpenie nadobúdaných hodnôt 4 a 5 boli zlúčené hodnoty 3, 4 a 5. Predpokladáme, že zlepšenie občianskych práv znižuje náklady kapitálu a podporuje investície do týchto krajín z dôvodu spoľahlivosti inštitúcií, transparentnosti podnikateľského prostredia predovšetkým pre zahraničných investorov, funkčného právneho a politického systému založeného na demokratických princípoch. Ostatné prediktory uvažovaného modelu sú dummy premenné týkajúce sa členstva zdrojovej a cieľovej krajiny v Európskej únii a v Európskej menovej únii, a to konkrétne $EU_{it}EU_{jt}$ nadobúda hodnotu 1, ak zdrojová krajina *i* ako aj cieľová krajina *j* bola členom Európskej únie v čase *t*, inak hodnotu 0, $NonEU_{it}EU_{jt}$ nadobúda hodnotu 1, ak zdrojová krajina (*i*) nebola a cieľová krajina (*j*) bola členom Európskej únie v čase *t*, inak hodnotu 0. Pre ďalšie dve doplňujúce možnosti $NonEU_{it}NonEU_{jt}$ a $EU_{it}NonEU_{jt}$ dummy premenné neboli zavedené, v analýzach sú uvažované ako referenčná kategória. Premenná $EMU_{it}EMU_{jt}$ nadobúda hodnotu 1, ak zdrojová krajina *i* ako aj cieľová krajina *j* bola členom Európskej menovej únie v čase *t*, inak hodnotu 0 a $NonEMU_{it}EMU_{jt}$ nadobúda hodnotu 1, ak zdrojová krajina *i* nebola a cieľová krajina *j* bola členom Európskej menovej únie v čase *t*, inak hodnotu 0. Analogicky ako predtým, pre ďalšie dve doplňujúce možnosti $NonEMU_{it}NonEMU_{jt}$ a $EMU_{it}NonEMU_{jt}$ dummy premenné neboli zavedené, v analýzach sú uvažované ako referenčná kategória. Posledný člen rovnice e_{ijt} označuje náhodnú zložku. Výsledky regresie sú prezentované hodnotami regresných koeficientov v tabuľke 1.

Aplikovaný bol zovšeobecnený lineárny model, gamma rozdelenie, link funkcia log. Podľa Neldera (2000) zovšeobecnené lineárne modely (GLM) zahŕňajú dve rozšírenia klasického lineárneho modelu pre vysvetľovanú premennú *y*, v ktorom sa predpokladá normálne rozdelenie náhodných chýb a pre strednú hodnotu systematickej zložky, tvorenej množinou vysvetľujúcich premenných, platí $y = \Sigma \beta_j x_j$, pričom β_j sú odhadované parametre. Prvé, skupina rozdelení náhodných chýb je rozšírená o exponenciálnu rodinu s jedným parametrom, ktorá zahŕňa rozdelenie Poissonovo, binomické, gamma a inverzné Gaussovo. Druhé, systematická zložka predpokladá aditivitu prediktorov na transformovanej škále, danej $\eta = g(\mu)$, kde $\eta = \Sigma \beta_j x_j$, pričom η je lineárny prediktor a $g(\mu)$ je linkujúca funkcia. GLM využíva algoritmus maximálnej virohodnosti pre fitovanie modelu, menovite váženú metódu najmenších štvorcov, pôsobiacu na závisle premennú *z* definovanú výrazom $z = \eta + (y - \mu)(d\eta/d\mu)$ a váha *W* je daná $1/W = var(z) = var(y)(d\eta/d\mu)^2$. Fitovacia štatistika odvodená z logaritmu testu pomeru virohodnosti sa nazýva *Deviance* (viac Nelder; Wedderburn, 1972; McCullagh, Nelder, 1989). Zovšeobecnené regresné modely, lineárne aj nelineárne, zastrešujú širokú škálu štatistických metód s rôznymi typmi premenných, ktoré sú vo veľkej miere využívané v ekonomických a manažérskych disciplínach. Napríklad,

probit model s dichotomickou vysvetľovanou premennou, použitý v Hindls, Hronová (2002), regresia s nominálnou vysvetľovanou premennou, použitá v Jenčová, Maťovčíková (2013), alebo špeciálny prípad, ak nominálna vysvetľovaná premenná nie je jednoznačne určená, log-lineárna analýza použitá v Litavcová, Butoracová-Šindlerová (2009) (viac Agresti, 2002). Testovaných bolo viacero regresných modelov, ich výsledky z hľadiska významnosti koeficientov boli porovnateľné. Model GLM s rozdelením normálnym a linkujúcou funkciou identita bol, z hľadiska významnosti prediktorov a ich efektu v modeli, so zvoleným modelom identický. Obdobný výsledok poskytol aj klasický lineárny model s vhodne upravenými kategoriálnymi prediktormi nájdený stepwise regresiou, s výsledkom $p = 0,000$ pre F test, adjustované R^2 v hodnote 0,880. Kvalita každej regresie bola preverovaná regresnou diagnostikou (viac Fox, Weisberg 2010). Experimentovanie so zložitejšími modelmi s interakciami nevedlo jednoznačne k lepšiemu výsledku z hľadiska kvality, napokon bol zvolený uspokojivý „parsimony“ model. Na identifikáciu relatívnej dôležitosti významných prediktorov bol sledovaný Waldov chí-kvadrát test efektu do modelu. Použitie robustných odhadov na elimináciu vplyvu vybočujúcich hodnôt zmenilo poradie prediktorov z hľadiska sledovaného efektu. Spomedzi jedenástich premenných sa u desiatich prejavil významný príspevok do uvažovaného modelu. Premenná $NonEMU_{i,t} EMU_{j,t}$ bola z modelu vylúčená, keďže doň významne neprispieva. Premenná $NonEU_{i,t} EU_{j,t}$ bola, aj napriek jej významnému kladnému príspevku do modelu, vylúčená z dôvodu extrémne nízkej početnosti. Iba 10 záznamov uvedenej podmienke vyhovovalo, v ktorých zdrojovou krajinou, ktorá nebola členom EÚ v čase t (obdobie rokov 1998 - 2003) bol vždy buď Cyprus, alebo Poľsko.

Tabuľka 1 | Regresný model so závisle premennou objem cezhraničných fúzií a akvizícií

Prediktor	Koeficient β	Štandardná chyba, robustný odhad
(Konštanta)	1,265***	0,2337
$\log(HDP_{ist}, HDP_{jst})$	0,413***	0,0091
$\log(trhová kapitalizácia/HDP_{jst})$	0,862***	0,0073
$\log(vzdialenosť_{ij})$	-0,074**	0,0299
$hranica_{ij}$ (áno)	0,089**	0,0425
$príbuznosť jazyka_{ij}$ (áno)	-0,122**	0,0565
$EU_{it} EU_{jt}$ (áno)	1,085***	0,1122
$EMU_{it} EMU_{jt}$ (áno)	0,239***	0,0385
$občianska sloboda_{it}$ (stredná)	-0,471***	0,0359
$občianska sloboda_{jt}$ (nízka)	1,301***	0,1591
$občianska sloboda_{jt}$ (stredná)	0,352***	0,0423

Poznámka: Použitý bol GLM model. Štatistická významnosť na 10 % (resp. 5 % a 1 %) hladine významnosti je označovaná * (resp. ** a ***). Počet pozorovaní je 4 260.

Prameň: vlastné výpočty

Pravdepodobne sa v prípade Cypru, ako zdrojovej krajiny, jedná o významné objemy investícií offshore firmami použitých na cezhraničné fúzie a akvizície. K významnosti modelu najviac kladne prispieva pomer *trhovej kapitalizácie k HDP* v cieľovej krajine. Jednopercentný nárast pomeru *trhovej kapitalizácie* a *HDP* je asociovaný s 0,86 % nárastom objemu cezhraničných fúzií a akvizícií. Druhý v poradí je súčin *HDP* zdrojovej (*i*) a cieľovej (*j*) krajiny v sektore *s* ($HDP_{i,s,t} HDP_{j,s,t}$), ktorého 1 % nárast spôsobuje 0,41 % nárast objemu cezhraničných fúzií a akvizícií. Ďalšími, z hľadiska efektu v modeli, sú prediktory týkajúce sa kvality inštitúcií. Nižšia *kvalita inštitúcií* v zdrojovej krajine prispieva do modelu záporne, v cieľovej krajine kladne. Pokiaľ je hladina kvality inštitúcií v zdrojovej krajine, premietnutej v hodnote premennej *občianska sloboda_{it}*, na nižšej úrovni (hodnota 2 a 3), očakávaná stredná hodnota lineárneho prediktora závisle premennej - objemu cezhraničných fúzií a akvizícií, je o 0,47 jednotiek nižšia oproti vysokej kvalite inštitúcií (hodnota 1), čo čini 60 % absolútny rozdiel 12 704,7 mil. eur odhadnutých marginálnych stredných hodnôt objemu cezhraničných aktív, ak fixujeme spojené prediktory na výberových priemerných hodnotách, t.j. hodnote 19,506 pre $\log(HDP_{i,s,t} HDP_{j,s,t})$, hodnote 0,483 pre $\log(trhová\ kapitalizácia/HDP_{j,s,t})$ a hodnote 6,852 pre $\log(vzdialenosť_{ij})$. Pokiaľ je kvalita inštitúcií v cieľovej krajine na nižšej úrovni (resp. strednej), tak pri ostatných nezmenených prediktorech je očakávaná stredná hodnota množstva logaritmu objemu cezhraničných aktív o 1,30 jednotiek (resp. 0,35 jednotiek) vyššia oproti vysokej kvalite inštitúcií, čo čini rozdiel odhadnutých marginálnych stredných hodnôt objemu cezhraničných aktív 41 207,1 mil. eur (resp. 6 505,6 mil. eur) pri fixácii spojených prediktorev na výberových priemerných hodnotách. Z hľadiska efektu do modelu ďalej nasleduje $EU_{it} EU_{jt}$, kde členstvo oboch krajín v EÚ prispieva k vyššiemu objemu cezhraničných fúzií a akvizícií o 195 % z hodnoty dosahovanej v situácii, ak aspoň jedna z krajín členom EÚ nie je. Modelom odhadnutá marginálna stredná hodnota objemu cezhraničných aktív pre obe členské krajiny v EÚ je rovná 46 001,4 mil. eur, avšak 15 543,8 mil. eur je rovná inak, pri fixácii spojených prediktorev na výberových priemerných hodnotách. Prediktor $EMU_{it} EMU_{jt}$ je šiesty v poradí. Členstvo oboch krajín v Európskej menovej únii pri prediktore $EMU_{it} EMU_{jt}$ prispieva k vyššiemu objemu cezhraničných fúzií a akvizícií o 27 % z hodnoty dosahovanej v situácii, ak aspoň jedna z krajín členom EMÚ nie je. Modelom odhadnutá marginálna stredná hodnota objemu cezhraničných aktív pre obe členské krajiny v EMÚ je rovná 30 129,4 mil. eur, avšak 23 732,1 mil. eur je rovná inak, pri fixácii spojených prediktorev na výberových priemerných hodnotách. Na hladine významnosti 0,05 záporne do modelu prispieva premenná *vzdialenosť hlavných miest zdrojovej a cieľovej krajiny*, ktorej 1 % nárast má za následok 0,07 % pokles objemu cezhraničných fúzií a akvizícií. Najmenší kladný príspevok do modelu má existujúca *spoločná hranica zdrojovej a cieľovej krajiny* a na poslednom mieste s najmenším záporným príspevkom do modelu je *spoločný jazyk zdrojovej a cieľovej krajiny*.

Následne boli realizované osobitné regresné analýzy v podmnožinách pôvodnej databázy pre sektor služieb a pre výrobný sektor, pričom bol použitý rovnaký algoritmus ako v prípade celej databázy. Obe skúmané podmnožiny boli z hľadiska homogenity a rozdelenia kvantitatívnych premenných aj získaných reziduí lepším materiálom pre regresiu ako celá množina, vykazovali viac uspokojivé výsledky regresnej diagnostiky. Výsledky regresie pre sektor služieb, prezentované hodnotami regresných koeficientov sú uvedené v tabuľke 2.

Tabuľka 2 | Regresný model so závisle premennou objem cezhraničných fúzií a akvizícií pre sektor služieb

Prediktor	Koeficient β	Štandardná chyba, robustný odhad
(Konštanta)	1,217***	0,2675
$\log(HDP_{ist} HDP_{jst})$	0,439***	0,0112
$\log(trhová kapitalizácia/HDP_{jst})$	0,846***	0,0089
$\log(vzdialenosť_{ij})$	-0,124***	0,0343
$EU_{it} EU_{jt}$ (áno)	0,938***	0,1640
$EMU_{it} EMU_{jt}$ (áno)	0,267***	0,0496
$NonEMU_{it} EMU_{jt}$ (áno)	-0,102**	0,0449
$Občianska sloboda_{it}$ (stredná)	-0,531***	0,0443
$Občianska sloboda_{jt}$ (nízka)	1,299***	0,2208
$Občianska sloboda_{jt}$ (stredná)	0,426***	0,0532

Poznámka: Použitý bol GLM model. Štatistická významnosť na 10 % (resp. 5 % a 1 %) hladine významnosti je označovaná * (resp. ** a ***). Počet pozorovaní je 2 720.

Prameň: vlastné výpočty

Do vyššie uvedeného modelu aplikovaného na sektor služieb neboli zahrnuté nevýznamné prediktory – existujúca *spoločná hranica zdrojovej a cieľovej krajiny* a *spoločný jazyk zdrojovej a cieľovej krajiny* a bol zahrnutý významný prediktor $NonEMU_{it} EMU_{jt}$ oproti situácii v celom súbore. Ostatné prediktory poskytujú obdobné závery ako v prípade výsledku v celom súbore. Úplná zhoda je v znamienkach regresných koeficientov, poradí prediktorov z hľadiska efektu do modelu, ako aj v prípade vyšetrovanej multikolinearity. Pomer *trhovej kapitalizácie k HDP* v cieľovej krajine najviac prispieva do modelu. Jednopercentný nárast pomeru *trhovej kapitalizácie* a *HDP* je asociovaný s 0,85 % nárastom objemu cezhraničných fúzií a akvizícií. Druhý v poradí je súčin *HDP zdrojovej (i) a cieľovej (j) krajiny* v sektore *s* ($HDP_{ist} HDP_{jst}$), ktorého 1 % nárast spôsobuje 0,44 % nárast objemu cezhraničných fúzií a akvizícií. Pokiaľ je kvalita inštitúcií v zdrojovej krajine, premietnutej v hodnote premennej *občianska sloboda_{it}*, na nižšej úrovni, očakávaná stredná hodnota lineárneho prediktora závisle premennej – objemu cezhraničných fúzií a akvizícií, je o 0,53 jednotiek nižšia oproti vysokej kvalite inštitúcií, čo predstavuje absolútny rozdiel 13 799,0 mil. eur ich odhadnutých marginálnych stredných hodnôt objemu cezhraničných aktív pri fixácii spojitých prediktorov na výberových priemerných hodnotách, t.j. hodnote 19,912 pre $\log(HDP_{ist} HDP_{jst})$, hodnote 0,228 pre $\log(trhová kapitalizácia/HDP_{jst})$ a hodnote 6,832 pre $\log(vzdialenosť_{ij})$. Pokiaľ je kvalita inštitúcií v cieľovej krajine na nižšej úrovni (resp. strednej), je očakávaná stredná hodnota množstva logaritmu objemu cezhraničných aktív o 1,30 jednotiek (resp. 0,43 jednotiek) vyššia oproti vysokej kvalite inštitúcií, čo činí rozdiel odhadnutých marginálnych

stredných hodnôt objemu cezhraničných aktív 38 516,7 mil. eur (resp. 7 676,6 mil. eur) pri fixácii spojitých prediktorov na výberových priemerných hodnotách. Účinok prediktora $EU_{it} EU_{jt}$ je nižší ako v celom súbore, členstvo oboch krajín v EÚ zvyšuje objem cezhraničných aktív v sektore služieb o 156 % z objemu v iných situáciách, čo predstavuje rozdiel odhadnutých marginálnych stredných hodnôt objemu cezhraničných aktív 24 977,8 mil. eur, pri fixácii spojitých prediktorov na výberových priemerných hodnotách. Ďalším v poradí z hľadiska efektu do modelu je prediktor $EMU_{it} EMU_{jt}$, ktorý spôsobuje kladný rozdiel v odhadovanej strednej hodnote vysvetľovanej premennej 6 880,9 mil. eur pri fixácii spojitých prediktorov na výberových priemerných hodnotách, čo činí o 31 % viac v situácii, keď obe krajiny sú členskými v EMÚ, pri porovnaní s inými situáciami. V sektore služieb oproti celému súboru mierne vzrástla významnosť prediktora mapujúceho geografickú vzdialenosť zdrojovej a cieľovej krajiny, kde 1 % nárast spôsobí 0,12 % pokles očakávanej hodnoty objemu cezhraničných fúzií a akvizícií. Na rozdiel od celého súboru, na poslednom mieste na hladine významnosti 0,05 v sektore služieb do modelu významne prispieva aj prediktor $NonEMU_{it} EMU_{j,t}$. Ak je splnená podmienka, že zdrojová krajina nie je členskou krajinou EMÚ a cieľová áno, potom sa dá očakávať, že stredná hodnota objemu cezhraničných aktív bude o 11 % nižšia oproti ostatným situáciám. Rozdiel očakávaných stredných hodnôt činí pri fixácii spojitých prediktorov na výberových priemerných hodnotách absolútnu hodnotu 2 628,5 mil. eur.

Výsledky regresie pre výrobný sektor, prezentované hodnotami regresných koeficientov sú uvedené v tabuľke 3.

Tabuľka 3 | Regresný model so závisle premennou objem cezhraničných fúzií a akvizícií pre výrobný sektor

Prediktor	Koeficient β	Štandardná chyba, robustný odhad
(Konštanta)	0,793**	0,3264
$\log(HDP_{ist} HDP_{jst})$	0,414***	0,0145
$\log(trhová\ kapitalizácia/HDP_{jst})$	0,886***	0,0133
$Hranica_{ij}$ (áno)	0,131**	0,0627
$EU_{it} EU_{jt}$ (áno)	1,151***	0,1564
$EMU_{it} EMU_{jt}$ (áno)	0,136***	0,0553
$Občianska\ sloboda_{it}$ (stredná)	-0,359***	0,0582
$Občianska\ sloboda_{jt}$ (nízka)	1,131***	0,2260
$Občianska\ sloboda_{jt}$ (stredná)	0,190***	0,0683

Poznámka: Použitý bol GLM model. Štatistická významnosť na 10% (resp. 5% a 1%) hladine významnosti je označovaná * (resp. ** a ***). Počet pozorovaní je 1 540.

Prameň: vlastné výpočty

Aplikácia vyššie uvedeného modelu na výrobný sektor sa od výsledkov v celom súbore odlišuje iným spôsobom ako v prípade sektora služieb. Kým v sektore služieb bola jedným z významných záporných prediktorov geografická vzdialenosť hlavných miest zdrojovej a cieľovej krajiny a spoločná hranica do modelu významne kladne neprispela, vo výrobnom sektore je to naopak. Znamienka regresných koeficientov ostávajú bezo zmien, zmenilo sa poradie prediktorov z hľadiska ich efektu do modelu. Prediktor $EU_{it}EU_{jt}$ tu má o dve pozície vyššie poradie, ako v predchádzajúcich dvoch prípadoch. Zistené poradie je $\log(\text{trhová kapitalizácia}/HDP_{jst})$, $\log(HDP_{ist}/HDP_{jst})$, $EU_{it}EU_{jt}$, $Občianska sloboda_{it}$, $Občianska sloboda_{jt}$, $EMU_{it}EMU_{jt}$, $Hranica_{ij}$. Pri *trhovej kapitalizácii voči HDP cieľovej krajiny* 1 % nárast uvažovaného pomeru spôsobí 0,89 % nárast objemu cezhraničných fúzií a akvizícií. Ďalej 1 % nárast súčinu HDP zdrojovej (i) a cieľovej (j) krajiny v sektore s (HDP_{ist}/HDP_{jst}) je asociovaný s 0,41 % nárastom spomínaného objemu. Členstvo oboch krajín v EÚ má vplyv na objem cezhraničných fúzií a akvizícií až na 216 % rozdiel v očakávanej úrovni objemu cezhraničných aktív oproti iným situáciám. Očakávaná marginálna stredná hodnota objemu cezhraničných aktív je v prípade členstva oboch krajín v EÚ rovná 56 249,0 mil. eur a rovná je 17 789,0 mil. eur, ak tomu tak nie je, ak fixujeme spojité prediktory na výberových priemerných hodnotách, t.j. hodnote 18,790 pre $\log(HDP_{i,s,t}/HDP_{j,s,t})$ a hodnote 0,932 pre $\log(\text{trhová kapitalizácia}/HDP_{j,s,t})$.

Zníženie kvality inštitúcií sa v zdrojovej krajine prejavuje znižovaním objemu cezhraničných fúzií a akvizícií, zatiaľ čo v cieľovej krajine je jeho vplyv opačný. Pokiaľ je kvalita inštitúcií v zdrojovej krajine, premietnutej v hodnote premennej *občianska sloboda_{it}*, na mierne nižšej úrovni (hodnota 2 a 3), očakávaná stredná hodnota lineárneho prediktora závisle premennej – objemu cezhraničných aktív vo výrobnom sektore je o 0,36 jednotiek nižšia oproti vysokej kvalite inštitúcií (hodnota 1), čo činí 43 % absolútny rozdiel 11 415,1 mil. eur odhadnutých marginálnych stredných hodnôt objemu cezhraničných aktív, pri fixácii spojitých prediktorov na výberových priemerných hodnotách. Pokiaľ je kvalita inštitúcií v cieľovej krajine na nižšej úrovni (resp. strednej), tak očakávaná stredná hodnota množstva logaritmu objemu cezhraničných aktív je o 1,31 jednotiek (resp. o 0,19 jednotiek) vyššia oproti vysokej kvalite inštitúcií, čo činí rozdiel odhadnutých marginálnych stredných hodnôt objemu cezhraničných aktív 42 741,8 mil. eur (resp. 4 270,8 mil. eur) pri fixácii spojitých prediktorov na výberových priemerných hodnotách. Významný je aj 15 % kladný rozdiel v očakávanej úrovni objemu cezhraničných aktív vplyvom členstva oboch krajín v EÚ ($EMU_{it}EMU_{jt}$) oproti ostatným situáciám. Kladný významný rozdiel v očakávanej úrovni objemu cezhraničných aktív vplyvom spoločnej hranice je 14 % zo situácie, ak spoločná hranica neexistuje, čo v absolútnej hodnote predstavuje 4 133,2 mil. eur pri fixácii spojitých prediktorov na výberových priemerných hodnotách.

Záver

Empirické výsledky viacerých zahraničných štúdií (napríklad Bjortvan, 2004, Neary, 2007, Brouwer, Paap, Viaene, 2008, Coeurdacier, De Santos, Aviat, 2009 a ďalšie) naznačujú, že európska integrácia pozitívne ovplyvnila vývoj cezhraničných fúzií a akvizícií predovšetkým vo výrobnom sektore. Výsledky analýz nášho výskumu prezentované v tomto príspevku preukázali pri zúženom pohľade na zvolené prediktory, že na objem

cezhraničných aktív celkovo, aj oddelene v sektore služieb a vo výrobnom sektore majú najsilnejší vplyv pomer trhovej kapitalizácie k HDP cieľovej krajiny, na druhom mieste vplyv súčinu HDP zdrojovej a cieľovej krajiny. Avšak, vplyv pomeru trhovej kapitalizácie vo výrobnom sektore je mierne vyšší ako v sektore služieb, pri súčine HDP je to naopak. Čo sa týka vplyvu európskej integrácie, dospeli sme na základe našich analýz k podobnému záveru ako uvedené štúdie. Integrácia do Európskej únie má významný vplyv, ktorý je výrazne vyšší vo výrobnom sektore. Kým, ako z analýz vyplýva, v sektore služieb sa dá očakávať pri oboch krajinách integrovaných do EÚ o 156 % vyššia hodnota objemu cezhraničných aktív oproti situácii, ak by aspoň jedna z týchto krajín nebola jej členom, vo výrobnom sektore je to až 216 %. Ukázalo sa, že vplyv integrácie do Európskej menovej únie na objem cezhraničných aktív je z hľadiska porovnania koeficientov menej výrazný, dá sa považovať za doplňujúci, avšak z hľadiska signifikantnosti rovnako významný. V sektore služieb sa dá očakávať pri oboch krajinách integrovaných v Európskej menovej únii o 31 % vyššia hodnota objemu cezhraničných aktív oproti situácii, ak by aspoň jedna z krajín nebola jej členom, vo výrobnom sektore je to 15 %. V prípade cieľových krajín s kvalitou inštitúcií na nižšej úrovni (hodnota škály 3, 4 a 5) dochádza k vyššiemu objemu cezhraničných aktív (avšak tieto prípady tvoria len 2,3 % objemu celého analyzovaného súboru. V 84 % prípadov z nich sa jedná o Turecko, kde prevážujú nadpriemerné objemy cezhraničných aktív. V prípade zvyšných dvoch krajín v tejto skupine, Bulharska a Grécka, sú tieto objemy skôr podpriemerné.). Vo výrobnom sektore je to o 210 % viac oproti situácii, že je kvalita inštitúcií vysoká. V sektore služieb je to až o 267 %. Treba poznamenať, že skupina krajín s nízkou kvalitou inštitúcií v analyzovanej databáze nebola početná. Ak uvažujeme krajiny so strednou kvalitou inštitúcií, tak analogicky získané percentá sú 21 % pre výrobný sektor a 53 % pre sektor služieb. Naopak, u zdrojových krajín, pri mierne nižšej kvalite inštitúcií (hodnota škály 2 a 3) sú nižšie objemy cezhraničných aktív. Vo výrobnom sektore je to o 43 % menej oproti situácii, že je kvalita inštitúcií vysoká. V sektore služieb je to menej o 70 %. Významný pozitívny dopad spoločnej hranice na objem cezhraničných aktív bol preukázaný vo výrobnom sektore, v sektore služieb významný vplyv preukázaný nebol. Významný negatívny dopad vzdialenosti zdrojovej a cieľovej krajiny, a tiež situácie, ak zdrojová krajina nie je členom Európskej menovej únie a súčasne cieľová je, bol preukázaný v sektore služieb, vo výrobnom sektore na objem cezhraničných aktív tieto dve veličiny významný vplyv nemajú.

Prezentované výsledky môžu poukázať na zaujímavé implikácie v oblasti obchodnej stratégie, pretože ekonomická integrácia je kľúčom pre efektívnu cezhraničnú alokáciu kapitálu. Môžeme teda s istotou tvrdiť, že inštitucionálne zmeny, ako je jednotný trh Európskej únie a Európska menová únia boli spúšťačmi faktormi realokácie kapitálu v rámci európskeho priestoru. Vplyv zavedenia jednotnej meny euro je taktiež veľmi silným, štatisticky významným determinantom realizácie cezhraničných fúzií a akvizícií predovšetkým v rámci toho istého sektora vo výrobe. Rovnako dôležitý sa ukázal dopad zavedenia eura na cezhraničné fúzie a akvizície vo výrobných sektoroch predovšetkým z krajín nepatriacich do eurozóny do krajín v rámci eurozóny. Európska menová únia prostredníctvom efektov unilaterálnej finančnej liberalizácie (zníženie marginálnych a fixných nákladov na vykonanie realokačných transakcií) podporila realokáciu kapitálu, a tým uľahčila realizáciu cezhraničných fúzií a akvizícií v európskom priestore.

Literatúra

- Agresti, A. (2002). *Categorical Data Analysis*. 2. vyd. New Jersey: Wiley Interscience, John Wiley & Sons, Inc. ISBN 0-471-36093-7. DOI: 10.1002/0471249688.
- Anderson, D. R., Sweeney, D. J., Williams, T. A. (1993). *Statistics for Business and Economics*. St. Paul: West Publishing Company. ISBN 0-314-01276-1.
- Balassa, B. (1961). *The Theory of Economy Integration*. Illinois, Homewood: Richard D. Irwin.
- Baldwin, R., Wyploz, Ch. (2008). *Ekonomie evropské integrace*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-1807-1.
- Bortvan, K. (2004). Economic integration and the profitability of cross-border mergers and acquisitions. *European Economic Review*, 48(6), 1211–1226. DOI: 10.1016/j.eurocorev.2004.03.007.
- Brouwer, J., Paap, R., Viaene, J. M. (2008). The trade and FDI effects of EMU enlargement. *Journal of International Money and Finance*, 27(2), 188–208. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2007.12.005.
- Bureau van Dijk (2013). *Zephyr*. Údaje za obdobie 1998–2012. Dostupné z: <http://www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/economic-and-m-a/m-a-data/zephyr>
- Cihelková, E. et al. (2010). *Regionalismus a multilateralismus. Základy nového světového obchodního řádu?* Praha: C. H. Beck. ISBN 978-80-7400-196-3.
- Coeurdacier, N., De Santis, R. A., Aviat, A. (2009). Cross-border mergers and acquisitions and European integration. *Economic Policy*, 24(57), 55–106. DOI: 10.1111/j.1468-0327.2009.00218.x.
- Európská komisia (2013). <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>.
- Európská komisia (2013). *On the Outcome of the Peer Review on Legal Form, Shareholding and Tariff Requirements under the Services Directive*. Commission Staff Working Document No. 402. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/services/docs/services-dir/implementation/131002_staff-working-document_en.pdf
- Fox, J., Weisberg, S. (2010). *An R Companion to Applied Regression*. Sage Publications, Inc. ISBN 978-1412975148.
- Freedom House (1998–2012). *Reports*. Dostupné z: <https://freedomhouse.org/reports#>. VSOWBPp5sl.
- Head, K., Ries, J. (2005). Judging Japan's FDI: The verdict from a dartboard model. *Journal of Japanese and International Economies*, 19(2), 215–232. DOI: 10.1016/j.jjie.2005.03.005.
- Head, K., Ries, J. (2007). FDI as an outcome of the market for corporate control: Theory and evidence. *Journal of International Economics*, 74(1), 2–20. DOI: 10.1016/j.jinteco.2007.04.004.
- Hečková, J., Chapčáková, A., Badida, P. (2014). Aktuálne problémy ohodnocovania podnikov pri fúziách a akvizíciách a ich riešenie. *Ekonomický časopis*, 62(7), 743–766.
- Hečková, J., Chapčáková, A. (2012). *Súčasnosť a perspektívy svetovej ekonomiky*. Košice: Equilibria. ISBN 978-80-8143-005-3.
- Hindls, R.; Hronová, S. (2002). Detekce a prognóza bodů obratu v ekonomickém vývoji. *Politická ekonomie*, 50(2), 217–227. DOI: 10.18267/j.polek.356.
- Hušek, R. (2007). *Ekonometrická analýza*. Praha: Oeconomica. ISBN 978-80-245-1300-3.
- IMAA, Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (2014). Dostupné z: <http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html>
- Jenčová, S., Maťovčíková, D. (2013). *Medzinárodný obchod*. Prešov: Bookman. ISBN 978-80-89568-71-0.

- Jovanovic, B., Rousseau, P. L. (2002). The q-theory of mergers. *American Economic Review*, 92(2), 198–204.
- Kislingerová, E., Krabec, T., Čížinská, R. (2014). Ekonomicko-právní aspekty majetkových a kapitálových akvizic z pohledu oceňovatele. *Ekonomika a management*, 8(2). Dostupné z: <http://www.ekonomikaamangement.cz/cz/clanek-ekonomicko-pravni-aspekty-majetkovych-a-kapitalovych-akvizic-z-pohledu-ocenovatele.html>
- Litavcová, E., Butoracová Šindleryová, I. (2009). Aplikácia log-lineárnej analýzy v marketingovom výskume, in *Ekonomika a proces poznávania*. Vedecká konferencia doktorandov a mladých vedeckých pracovníkov Prešov: FM PU v Prešove. pp. 95–103. ISBN 80-555-0141-3.
- Long, N. V., Horst, R., Stähler, F. (2007). *The effects of trade liberalization on productivity and welfare: The role of firm heterogeneity, R&D and market structure*. Kiel Economics. Working Paper No. 2007-20.
- McCullagh, P., Nelder, J. A. (1989). *Generalized Linear Models*. 2. vyd. London: Chapman & Hall. ISBN 0-412-31760-5. DOI: 10.1007/978-1-4899-3242-6.
- McFadden, D. (1974). Conditional logist analysis of qualitative choise behavior, in Zarembka, P., ed., *Frontiers in Econometrics*. New York: Academic Press, pp. 105–142.
- Neary, P. (2007). Cross-border mergers as instruments of comparative advantage. *Review of Economic Studies*, 74(4), 1229–1257. DOI: 10.1111/j.1467-937x.2007.00466.x.
- Nelder, J. A. (2000). Quasi-likelihood and pseudo-likelihood are not the same thing. *Journal of Applied Statistics*, 27(8), 1007–1011. DOI: 10.1080/02664760050173328.
- Nelder, J. A.; Wedderburn, R. W. M. (1972). Generalized Linear Models. *Journal of the Royal Statistical Society, Series A (General)*, 135(3), 370–384. DOI: 10.2307/2344614. Dostupné z: <http://www.jstor.org/stable/2344614>
- Obadi, S. M. a kol. (2013). *Vývoj a perspektívy svetovej ekonomiky*. Bratislava: Veda. ISBN 978-80-224-1311-4.
- OECD (2014a). *OECD Economic Surveys: European Union 2014*. Paris: Organization for Economic Cooperation and Development. ISBN 978-92-64-20681-6. Dostupné z: http://dx.doi.org/10.1787/eco_surveys-eur-2014-en
- OECD (2014b). *FDI in Figures: International investment stumbles into 2014 after ending 2013 flat*. Paris: Organization for Economic Cooperation and Development. Dostupné z: www.oecd.org/investment/statistics.htm
- OECD (2002). *Forty Years' Experience with the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements*. Paris: Organization for Economic Cooperation and Development. ISBN 92-64-17612-8. Dostupné z: <http://www.oecd.org/investment/investment-policy/44784048.pdf>
- Pauhofová, I. a kol. (2013). *Paradigmy zmien v 21. storočí*. Bratislava: Ekonomický ústav Slovenskej akadémie vied. ISBN 978-80-7144-209-7.
- Petroulas, P. (2007). The effect of the euro on foreign direct investment. *European Economic Review*, 51(6), 1468–1491. DOI: 10.1016/j.euroecorev.2006.10.005.
- Schiavo, S. (2007). Common currency and FDI flows. *Oxford Economic Papers*, 59(3), 536–560. DOI: 10.1093/oep/gpl036.
- Štefko, R., Sojka, L. (2009). Model kreovania a fungovania regionálnych zoskupení na báze znalostnej ekonomiky, in *Implementácia špecifických znalostných a marketingových modelov a nástrojov v regionálnom rozvoji: zborník vedeckých štúdií z výskumného grantu VEGA č. 1/4638/07 a Centra excelentnosti výskumu kognícií – CEVKOG*. Prešov: Prešovská univerzita v Prešove, pp. 5–23. ISBN 978-80-555-0060-7. Dostupné z: <http://www.infoplease.com/atlas/calculate-distance.html>